

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

TERESA DE ANGELIS DE SOUSA CAVALCANTI

AS CRISES ECONÔMICAS DO SÉCULO 21 E
PERSPECTIVAS PARA O BRASIL

BRASÍLIA

2013

TERESA DE ANGELIS DE SOUSA CAVALCANTI

AS CRISES ECONÔMICAS DO SÉCULO 21 E PERSPECTIVAS PARA O BRASIL

Monografia apresentada no curso de
graduação à Universidade de Brasília,
Faculdade de Economia, Administração e
Contabilidade, para conclusão do curso de
Economia.

Data de defesa: 19 de julho de 2013.

Resultado:

BANCA EXAMINADORA:

Maurício Soares Bugarin
PhD pela University of Illinois

Geovana Lorena Bertussi
Doutora pela Universidade de Brasília

AGRADECIMENTOS

Ao meu finado pai, por ter me inspirado desde cedo na busca pelo conhecimento e por todos os valores que me ensinou ao longo de sua via.

À minha mãe, por todo o apoio e estímulo que me ofereceu, e pelo respeito que sempre demonstrou frente às minhas escolhas acadêmicas.

Ao professor José Roberto Novaes de Almeida, por inúmeras vezes ter me auxiliado no entendimento do tema e por sua paciência diante de tantas perguntas.

À professora Geovana Lorena Bertussi, por seu cuidado e minúcia ao realizar a revisão deste trabalho.

A meu orientador, por seu entendimento face às dificuldades na elaboração da monografia, por sua empolgação com o tema e por seus valiosos conselhos.

E aos amigos que me acompanharam ao longo destes cinco anos de universidade, cujo carinho e alegria deixaram esta jornada bem mais prazerosa.

RESUMO

A magnitude das crises econômicas que marcaram a primeira década do século 21 impressiona diante da rapidez e intensidade com que afetaram diversos outros países. Ainda na década de 90, as crises que assolaram economias em desenvolvimento já sinalizavam os problemas que permeavam o sistema financeiro internacional. O contágio da crise asiática tanto para a Rússia como para o Brasil demonstrou a elevada integração entre as economias, assim como a complexidade presente nos instrumentos e operações financeiras internacionais. Em 2008, a crise norte-americana do *subprime* confirmou este aspecto, quando o estouro da bolha de seu mercado imobiliário imediatamente se espalhou pelos demais setores do sistema financeiro, tanto norte-americano como de diversos outros países. Os países periféricos da zona do euro foram duramente afetados, especialmente frente aos problemas internos de competitividade e sustentabilidade fiscal que enfrentavam. No Brasil, a situação foi mais branda, em conformidade com a pouca exposição do sistema financeiro brasileiro a instrumentos financeiros internacionais. Este trabalho pretende fazer uma revisão de literatura sobre as referidas crises e intenciona debater os fatores que preocupam o futuro da economia brasileira, tais como as práticas de maquiagem contábil e o abandono do tripé macroeconômico.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1 CRISES ECONÔMICAS.....	3
1.1 CRISES CAMBIAIS.....	5
1.1.1 Crise mexicana.....	8
1.1.2 Crise asiática.....	9
1.1.3 Crise russa.....	10
1.1.4 Crise brasileira.....	12
1.2 CRISE FINANCEIRA.....	13
1.2.1 Crise imobiliária e crise norte-americana do <i>subprime</i>	16
1.3 CRISE DE DÍVIDA SOBERANA.....	19
1.3.1 Crise da zona do euro.....	20
2 CAUSAS DA CRISE DO <i>SUBPRIME</i> E DA CRISE DA ZONA DO EURO.....	28
2.1 A CONFIGURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	28
2.2 CRISE NORTE-AMERICANA DO <i>SUBPRIME</i>	37
2.2.1 Desequilíbrios macroeconômicos mundiais.....	38
2.2.2 Perigo Moral.....	39
2.2.3 Incentivos adversos.....	42
2.2.4 Desregulamentação do sistema financeiro.....	44
2.3 CRISE NA ZONA DO EURO.....	45
3 ECONOMIA BRASILEIRA E PERSPECTIVAS PARA O FUTURO.....	49
3.1 SITUAÇÃO ECONÔMICA FRENTE ÀS CRISES ATUAIS.....	50
3.2 PERSPECTIVAS FUTURAS	54
CONCLUSÃO.....	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 – Resultado em conta corrente em % do PIB de alguns países da zona do euro.....	21
Gráfico 1.2 – Taxa de juros dos títulos de dívida pública de 10 anos de alguns países da zona do euro.....	23
Gráfico 1.3 – Dívida bruta em % do PIB de alguns países da zona do euro.....	26
Gráfico 3.1 – Resultado fiscal em % do PIB do Brasil.....	54
Gráfico 3.2 – Inflação brasileira entre 1999 e 2012.....	56
Gráfico 3.3 – Inflação brasileira entre 2010 e 2013.....	56

INTRODUÇÃO

As crises econômicas são um problema cada vez mais frequente em diversas economias. Anteriormente à crise de 2008, era considerado um problema pertinente a economias emergentes ou em desenvolvimento, tendo em vista o alto grau de industrialização, financeirização e comércio das economias desenvolvidas. Todavia, as recentes crises econômicas trouxeram de volta a preocupação de que quaisquer economias podem ser afetadas por uma crise econômica de alta magnitude, especialmente frente a facilidade com que a crise de um país pode afetar os demais, por meio do denominado “efeito contágio”. Adicionalmente, o elevado nível de globalização e integração entre as nações facilita a transformação de uma crise nacional para uma crise sistêmica.

Na década de 1990, diversas economias em desenvolvimento passaram por desequilíbrios econômicos. Em 1994, o México sofria com a valorização de sua moeda frente a elevada entrada de capitais estrangeiros. Em consequência, o país apresentava elevados déficits tanto em sua balança comercial como em conta corrente. Em 1997, foi a vez dos tigres asiáticos entrarem em crise, contrariando as expectativas que rondavam esses países frente ao seu expressivo crescimento econômico, nos anos anteriores. Isso gerou desconfiança no mercado, reduzindo os fluxos de capitais não apenas para estes países, mas para as demais nações em desenvolvimento.

Em 1998, a Rússia foi fortemente afetada por essa redução dos fluxos de capitais, gerando queda em sua principal fonte de receitas – as exportações. Os efeitos na economia russa foram tão devastadores que o país declarou moratória. Em consequência, o pânico se alastrou mais ainda pelo mercado, vindo a afetar o Brasil, por meio de um ataque especulativo em sua economia. Frente a desvalorização de sua moeda e à queda de suas reservas internacionais, o país mudou seu regime cambial, adotando o câmbio flutuante.

Em 2008, os impactos da crise norte-americana para sua economia foram colossais, especialmente perante o seu sistema financeiro. Observa-se que os problemas na configuração do sistema financeiro internacional, aliado a falhas

em sua regulação, estimularam o desenvolvimento de instrumentos financeiros muito complexos, praticamente incapazes de serem lido corretamente pelos investidores. Isso gerou uma assunção errônea frente aos riscos que estavam sendo assumidos na negociação desses instrumentos. O contágio para o mercado imobiliário norte-americano foi consequência direta desses problemas.

A zona do euro, por sua vez, enfrentava problemas de descasamento entre suas políticas fiscais e monetárias, enquanto os países periféricos por si só apresentavam desequilíbrios de natureza estrutural. A elevada exposição de ativos financeiros destes países na economia norte-americana, aliada a redução das linhas de crédito e, portanto, da capacidade de tomar emprestado, devido a redução da confiança do mercado, tornaram instantâneo o contágio da crise para a zona do euro.

Considerando a importância e a magnitude das referidas crises, este trabalho tem como objetivo estudar o seu desenvolvimento e traçar possíveis causas que explicam os motivos que as geraram. Além desta introdução, seguem-se três capítulos e uma conclusão. No primeiro capítulo, serão abordadas as crises mexicana, asiática, russa e brasileira e, em seguida, serão detalhadas as crises norte-americana do *subprime* e a crise da dívida soberana da zona do euro. No capítulo seguinte, é feito um apanhado das principais explicações para o surgimento e desenvolvimento das crises atuais, destacando os problemas criados pela configuração atual do sistema financeiro, além da assimetria de informação da economia americana e da inconsistência institucional presente na zona do euro. O terceiro capítulo traz uma análise da economia brasileira, pontuando os fatores pela sua relativa sobrevivência frente as crises atuais e as perspectivas futuras para o país. Finalmente, a última seção conclui o trabalho.

1 CRISES ECONÔMICAS

Após a I Grande Guerra Mundial, os Estados Unidos da América (EUA) experimentaram elevado crescimento econômico e prosperidade, impulsionados principalmente pelo desenvolvimento do setor automobilístico. Juntamente a esse otimismo em sua economia, o crédito fácil estimulou diversos americanos a investirem em ações. Em consequência, a bolsa de Nova York sofreu grande onda especulativa e supervalorização de seus ativos, sendo que muitos destes eram falsos, oriundos de empresas que não existiam (KINDLEBERGER, 1986).

Quando os preços dos produtos começaram a cair, devido à excessiva produção que não foi acompanhada pelo crescimento da demanda, a indústria se viu obrigada a demitir trabalhadores e a baixar a produção. Em outubro de 1929, as ações de Wall Street passaram a acumular sucessivas e violentas quedas até que, em 1932, perderem 90% de seu valor e um terço da população americana ficou desempregada. A crise se espalhou por todo mundo, porque EUA eram os maiores credores internacionais e passaram a exercer forte pressão para receberem os empréstimos concedidos, abalando principalmente a economia europeia (KINDLEBERGER, 1986).

Algumas décadas depois, com a Guerra do Yom Kippur, a Organização dos Países Árabes Exportadores de Petróleo decidiu cancelar a exportação do produto para países que apoiavam Israel no conflito contra Egito e Síria. O preço, conseqüentemente, disparou e atingiu o valor de US\$ 12 dólares, em 1974, quatro vezes maior do que o do ano anterior (FMI, 2000). Em 1979, ocorreu o segundo choque do petróleo, pois o Irã, em meio à Revolução Iraniana, passou a controlar a produção de petróleo. O valor do barril chegou perto dos US\$ 40 dólares, o pico da década (FMI, 2000). As conseqüências dos dois choques do petróleo foram extremas em diversos países, como o México, culminando em moratória de seu governo em agosto de 1982. Além disso, mais de 40 países recorreram ao FMI, incluindo o Brasil.

Nos EUA, o momento posterior aos choques de petróleo refletiu uma recuperação da economia norte-americana com rápido crescimento, porém gerou

elevados déficits orçamentários e em conta corrente. Neste período, o mercado acionário foi tomado por especulações intensificadas, gerando pressões em seus preços. Temores relacionados a empréstimos bancários, desaceleração de sua economia e a desvalorização da moeda americana injetou pânico nos mercados e, em 19 de outubro de 1987, levou à queda de 22,6% no índice Down Jones em um único dia (ESTADÃO, 2006). O pânico se alastrou pela Europa e Japão e demonstrou seu potencial de rápido contágio do pânico num mercado financeiro globalizado.

Em 1997, foi a vez de economias em desenvolvimento espalharem medo nos mercados internacionais, oriundo de um rápido processo de fuga de capitais e desvalorização cambial entre os chamados Tigres Asiáticos. A crise asiática influenciou desequilíbrios em diversas outras economias emergentes, como na Rússia e no Brasil. Os três episódios de crise serão discutidos na seção 1.1. Dez anos depois, foi novamente a vez da economia norte-americana entrar em crise, desta vez procedente de seu mercado imobiliário. Os baixos juros e as boas condições de financiamento da sua economia impulsionaram a compra de imóveis por meio do endividamento. Entretanto, quando os juros subiram, a economia desaqueceu, os preços dos imóveis caíram e gerou-se inadimplência. O consumo também foi reduzido, devido ao encarecimento das prestação em contrapartida a uma queda de riqueza, fruto do menor valor dos imóveis adquiridos. Esta crise, conhecida como crise norte-americana do *subprime*, será discutida na seção 1.2.

E, finalmente, logo após a crise imobiliária norte-americana, observa-se novamente uma onda de desconfiança nos mercados, desta vez concernentes aos países membros da zona do euro. Esta se originou em fevereiro de 2010, após a publicação de um suposto acordo entre o governo grego e o banco norte americano Goldman Sachs, visando mascarar parte de sua dívida pública. Ficou em evidência, então, não apenas a situação da economia grega, mas também a de diversos outros governos europeus detentores de crescentes déficits orçamentários, especialmente pelos esforços para salvar o sistema financeiro do colapso de 2008, provocado pela crise norte-americana do *subprime*. No

momento em que a crise se alastrou e os governos foram tendo dificuldades em emitir novos títulos, sua considerável dívida ficou evidente. Imediatamente, ocorreu rebaixamento da classificação de risco dos títulos da dívida pública dos países mais endividados, o que gerou uma maior dificuldade na obtenção de financiamento por estes e piorando ainda mais a situação europeia. Esta crise será discutida na seção 1.3.

1.1 CRISES CAMBIAIS

A teoria convencional de crises cambiais, segundo Krugman (1979), pode ser dividida em modelos de primeira geração (canônicos) e modelos de segunda geração. Em trabalho seguinte, Krugman (1998), com o objetivo de explicar a crise asiática, acrescentou o modelo de terceira geração, também entendido como um modelo de crise financeira.

O modelo de Flood & Garber (1984)¹, um dos modelos canônicos, descreve uma crise cambial como fenômeno decorrente da antecipação de uma mudança no regime cambial pelos agentes econômicos, tendo em vista que uma especulação acelera a corrida em direção às reservas internacionais e, em geral, provoca uma desvalorização da moeda. Essa crise é resultado de uma inconsistência fundamental entre a tentativa de manter a taxa de câmbio fixa (dado que o governo dispõe de um estoque limitado de reservas) e as políticas domésticas (como a persistência de déficits orçamentários financiados por expansão de moeda).

Andrade e Silva (1999) explicam que quando o governo financia sua dívida por meio da criação de base monetária, gera-se um crescimento do preço sombra² das divisas, reduzindo gradualmente as reservas em moeda estrangeira. Eventualmente, quando o preço sombra se tornar mais elevado do que o valor da

¹ O modelo de Flood & Garber (1984) segue a mesma linha do modelo seminal de Krugman (1979).

² Preço-sombra caracteriza-se como o ponto em que as curvas de oferta e de demanda se encontram, em condições de concorrência perfeita e ausência de restrições. Assim, significa o preço máximo que se está disposto a pagar por uma unidade adicional de um insumo, isto é, o custo de oportunidade do mesmo.

taxa de câmbio definida pelo governo, os especuladores atacam o estoque das reservas internacionais. Segundo Alves Jr. *et al.* (2000, p.8):

[...] a origem da crise externa encontra-se no desequilíbrio do setor público que, ao monetizar um déficit fiscal persistente, acaba produzindo um ataque especulativo que resulta em uma fuga de capitais, revelando a inconsistência da política cambial do governo e a tentativa dos investidores de anteciparem um colapso inevitável no câmbio (ou seja, antes que as reservas atinjam um limite inferior), precipitando, assim, a crise do balanço de pagamentos e a desvalorização do câmbio.

Em síntese, uma crise cambial pode ser definida como consequência de políticas econômicas inconsistentes com a manutenção, no longo prazo, de uma taxa de câmbio fixa. Segundo Alves Jr. *et al.* *et al* (2000, p. 10), tem-se que “quando os fundamentos³, tais como o nível de reservas cambiais, a situação fiscal do governo e a fragilidade financeira do país, são suficientemente fracos, o país é potencialmente vulnerável a um ataque especulativo”.

Neste sentido, nos modelos canônicos, a inconsistência da política é, então, condição necessária e, a média prazo, suficiente para uma crise cambial. Já nos modelos de segunda geração, essa deterioração nos fundamentos é uma condição necessária, porém não suficiente para ocorrência de um ataque especulativo; é preciso ainda a ocorrência de eventos circunstanciais que possam gerar uma mudança do regime independentemente do fundamento. Alves Jr. *et al.* (2000) afirma que estes eventos determinam o comportamento dos agentes ao afetarem suas expectativas de desvalorização.

Os modelos de terceira geração são considerados modelos de “contágio”. Krugman (1998) afirma que uma crise cambial é tida como uma parte integrante de uma crise geral da economia, sendo pré-anunciadas por crises financeiras. Nesse sentido, Alves Jr. *et al.* (2000, p.10) afirma que:

[...] a origem da crise externa está relacionada à ação dos bancos e instituições financeiras, principalmente em um contexto de desregulamentação do sistema financeiro e de existência de garantias implícitas para os empréstimos que os bancos concedem ao setor privado.

³ Entende-se por “fundamentos” as forças que conduzem mudanças em determinada variável. Assim, mudanças na taxa de câmbio estão atreladas a diversos fatores tais como a política monetária, fiscal e cambial do governo, ou seja, seus fundamentos. Mas não necessariamente mudanças em uma variável dependem apenas de seus fundamentos, questões políticas, fatores externos, dentre outros, também a influenciam.

Ou seja, há geração de perigo moral⁴ por parte dos governos ao garantir a sustentação das instituições financeiras. Estas, então, fazem “empréstimos ruins” adquirindo ativos de alto risco quando há excesso de liquidez no mercado financeiro, o que gera aumento no preço desses ativos. Todavia, esses preços tendem a cair, já que o retorno esperado desses ativos é muito baixo, levando a um aumento da fragilidade do sistema bancário e induzindo a um ataque especulativo e uma perda de reservas internacionais (ALVES JR. et al, 2000).

Kaminsky e Reinhart (2000) explicam que o contágio acontece quando o ataque especulativo em um país é provocado pela crise em outro país. Os países emergentes têm uma volatilidade nos seus fundamentos maior que a dos países centrais, o que, conseqüentemente, leva a uma maior possibilidade de contágio. É importante salientar que a ocorrência de crises cambiais simultaneamente em dois ou mais países não é condição suficiente para ser caracterizada como contágio. Miranda (2006) alega que a simultaneidade observada em decorrência a choques distintos e independentes constitui apenas uma coincidência e não contágio, assim como também é possível que crises cambiais aconteçam simultaneamente em dois ou mais países em decorrência de um mesmo choque externo comum, tal como a elevação da taxa de juros ou a retração da demanda em países desenvolvidos.

Mesmo quando existe relação de causalidade entre crises cambiais ocorridas simultaneamente ou sequencialmente em países diferentes, a aplicação do termo “contágio” é controversa. Como países diversos estão vinculados pelo balanço de pagamentos, qualquer variação macroeconômica em um país implica efeito em outros países. Uma crise cambial acompanhada de recessão em um país, por exemplo, reduz a demanda por produtos importados de outros países e eleva a competitividade de seus produtos exportados. Esse efeito se propaga dos parceiros comerciais diretos para terceiros países, provocando reações em cadeia. O ajuste de um país a uma crise cambial em outro pode constituir

⁴ Este conceito será abordado na seção 2.

meramente uma resposta às condições externas, sem nenhuma peculiaridade adicional (MIRANDA, 2006).

Ainda segundo mesmo autor, mudanças não só no deslocamento do equilíbrio original, mas também no comportamento dos agentes envolvidos, tal que haja aumento da variabilidade e da correlação entre os índices financeiros de dois ou mais países, é frequentemente associado a eventos de contágio. Neste trabalho, observa-se o contágio da crise norte-americana para os países europeus, em especial aos periféricos, o que influenciou no desenvolvimento da crise da zona do euro corrente. Entretanto, será discutido mais a frente que essa crise se alastrou não apenas pelo efeito contágio, mas devido a importantes questões em âmbito institucional da região. A seguir, serão abordadas a crise no México, em 1994, a crise asiática, em 1997, e a crise russa e brasileira, em 1998.

1.1.1 Crise mexicana

A primeira crise cambial da década de 1990 ocorreu no México, entre dezembro de 1994 e janeiro de 1995, em decorrência do elevado nível de déficit em sua conta corrente (cerca de 8% do PIB) que afetou tanto a confiança interna como externa na capacidade do governo em manter a paridade de sua moeda (ALMEIDA, 2011). Outros fatores importantes foram a apreciação cambial (dada elevada entrada de capital estrangeiro na década de 1990), aumento de sua dívida pública interna e deterioração dos balanços bancários frente ao elevado número de empréstimos. O estopim, todavia, consistiu na redução do diferencial da taxa de juros mexicana e americana, dado o aumento desta (CARNEIRO, 2002, p.260).

Anteriormente à crise, o México aderiu a um acordo bilateral com os EUA, o GATT (General Agreement of Tariffs and Trade⁵), em 1996, e deu início a uma liberalização maior em seu regime de comércio exterior, de forma a eliminar barreiras comerciais e tarifas de importação para aumentar suas exportações

⁵ Em português, Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio.

(FREITAS, 2009). Na mesma época, a indústria maquiladora⁶ se espalhou pelo país e sua principal fonte de financiamento se deu pela atração de investimentos estrangeiros. A maciça entrada de capitais influenciou na valorização da moeda mexicana, o que barateou as importações e encareceu as exportações, de forma a contribuir com o déficit comercial do país (FREITAS, 2008).

A política econômica do governo para remediar esta situação, porém, não foi adequada, conforme Freitas (2008). Segundo este autor, o governo manteve a moeda valorizada, permitindo apenas uma pequena desvalorização cambial, mas após os ataques especulativos, foi obrigado a deixá-la flutuar, o que gerou expressiva desvalorização. Frente aos problemas da economia mexicana e receosos de que a crise se espalhasse pelo mundo, os EUA agiram rapidamente, concedendo um pacote de ajuda de US\$ 48 bilhões montado com o apoio de outros países do G-7 (ALMEIDA, 2011).

1.1.2 Crise asiática

A rápida contenção da crise mexicana pelo governo dos EUA deixou o mundo com a sensação de que o problema havia sido superado. Segundo Almeida (2001, p. 96), os países asiáticos apresentavam um “(...) processo de crescimento não inflacionário e de manutenção de políticas fiscais relativamente responsáveis”. Conforme mesmo autor, a crise não condizia com sua “(...) boa gestão pública e (...) desempenho na manutenção de altas taxas de poupança, de investimento e de crescimento, com grande inserção econômica externa”.

A crise asiática originou-se na Tailândia, em 1997, devido à desvalorização de sua moeda e espalhou-se pela Indonésia, Filipinas, Malásia e Coreia do Sul. Na Tailândia, a desvalorização acumulada de sua moeda chegou a 40,6% no período de um ano, enquanto as ações negociadas na Bolsa de Bangkok e Jacarta (Indonésia) e Manila e Kuala Lumpur (Malásia) perderam US\$ 370 bilhões, o correspondente à 63% da união dos PIBs dos quatro países afetados

⁶ Nome dado às empresas norte-americanas que transferiram sua produção para o México que, conforme Freitas (2009), contava com leis mais brandas para crimes ambientais e mão-de-obra mais barata que a norte-americana.

pela crise (COHEN, 2001). A Inadimplência de empresas, bancos e até do próprio governo da Indonésia, levou à falência de casas bancárias no Japão, em Hong-Kong e na Coreia.

Kregel (1998) afirma que a crise esteve fortemente ligada à valorização da moeda japonesa, pois fundos que estavam dirigidos a outros países da Ásia se retiraram e retornaram ao Japão, o que deu suporte à apreciação do iene, aumentando a pressão nas reservas asiáticas e nas taxas de câmbio. Os países envolvidos na crise asiática tinham suas estruturas de passivos tanto denominadas em iene como em dólar. Além disso, essa valorização dificultou a manutenção dos regimes cambiais do sudeste asiático, dadas as necessidades de financiamento externo, urgentes para amortizar ou rolar suas elevadas dívidas e cobrir seus déficits em transações correntes.

Krugman (1998) discorda de que as moedas e as taxas de câmbio foram o principal motivo para a crise asiática, ou seja, de que a mesma não pode ser explicada pelos modelos de primeira ou segunda geração. O autor afirma que não havia deterioração nos fundamentos econômicos (como déficits públicos persistentes) nem incentivos para abandonar a taxa de câmbio fixada e realizar uma política monetária mais expansionista. O que ocorreu foi uma crise financeira que precedeu a crise cambial, devido à falta de regulamentação dos intermediários financeiros que tomaram excessivos empréstimos de alto risco, levando a uma inflação no preço dos ativos. Eventualmente, a bolha estourou e houve queda nesses preços, forçando os intermediários a pararem suas operações devido à insolvência e, assim, piorando a situação de queda dos preços até gerar uma deflação dos ativos⁷ e, conseqüentemente, a crise asiática.

1.1.3 Crise russa

No final da década de 1990, a Rússia ainda vivia um processo de transição entre o socialismo e o capitalismo. Segundo Mathias (2000), o país realizou

⁷ Essa análise é semelhante a situação vivenciada pela zona do euro e será abordada na seção 1.3.1.

planos de estabilização com uso de uma âncora cambial, cujo sucesso elevou as expectativas de recuperação de sua economia e os influxos de capitais externos. Situação semelhante ocorreu no Brasil, mas destaca-se a diferença no caráter desse influxo de capitais: enquanto neste eram capitais de investimento direto, na Rússia, eram capitais em busca de arbitragem. Essa situação se sustentou até o país ser atingido pela crise asiática, que gerou pressões em seu mercado cambial. Carvalho (1998) explica que a crise asiática contribuiu para acentuar a pressão deflacionária sobre os preços internacionais das *commodities*. Como as exportações eram uma das fontes quase exclusivas de receitas fiscais para o governo russo, houve uma intensificação dos desequilíbrios fiscais no país.

Em meados a uma crise de governabilidade e desvalorização de sua moeda, uma taxa de juros a nível estratosférico e nenhuma reserva em moeda forte levou o país a decretar moratória (ALMEIDA, 2001). A crise de confiança que sucedeu esse episódio gerou retração nas linhas de crédito e aplicações estrangeiras, frente ao temor quanto a situação do país dada a falta de reformas fiscais para redução de seu déficit público, assim como uma redução no fluxo de capital e uma quebra tanto de bancos como de empresas (MATHIAS, 2000). Eventualmente, ocorreu quebra em seus sistemas bancário e financeiro, assim como falências no setor privado, especialmente dado o elevado impacto da desvalorização de seus passivos externos não assegurados por *hedges*. O país entrou, assim, em uma grave crise financeira (MATHIAS, 2000).

Portanto, a Rússia apresentou, inicialmente, um problema fiscal devido à sua receita depender fortemente de suas exportações (e estas declinaram após a crise asiática) e, em seguida, sofreu com um ataque especulativo que, aliado a redução das reservas do país, levaram o Banco Central a adotar uma banda maior para a política cambial. Desse modo, situação distinta classificam a crise asiática e russa. Kregel (1998) mostra que a crise asiática se caracterizou como uma crise financeira de Minsky, devido ao grande crescimento e deflação de dívidas. Já a crise financeira russa se originou de um crescimento econômico

mediocre antes da crise e da qualidade da maioria de seus investimentos que eram fundos de arbitragem⁸.

1.1.4 Crise brasileira

Diferentemente da crise cambial nos países asiáticos e na Rússia, a crise brasileira de 1998 não esteve vinculada a uma crise financeira, mas a um ataque especulativo contra a sua moeda. Anteriormente, o país presenciou diversos desequilíbrios em sua economia, ao longo do século XX. Dentre eles, Almeida (2001, p.90) destaca: “(...) a suspensão da conversibilidade do mil-réis depois da crise de 1929, as moratórias dos anos trinta, (...) negociações com credores e com o FMI no final da década de cinquenta e no começo dos sessenta”. Nos anos setenta, enfrentou grave recessão frente aos choques do petróleo e os anos oitenta ficaram conhecidos como a “década perdida”, na qual o país confrontou-se com descontrole inflacionário e desequilíbrio de suas contas externas.

Na década de 1990, em decorrência às crises mexicana e asiática, Almeida (2001) explica que o Brasil elevou sua taxa de juros e adotou medidas com razoável impacto fiscal, solução esta intrínseca à manutenção de um elevado nível de suas reservas internacionais. Esse cenário não se sustentou por muito tempo devido à deflagração da crise russa que gerou exacerbada queda nos níveis de reservas internacionais do Brasil: estas caíram de US\$72 bilhões para US\$40 bilhões. Adicionalmente, sua moeda se desvalorizou em 60% (R\$1,22 em fevereiro para 2,20 em março de 1999) e o déficit acumulado em doze meses atingiu 4,43% do PIB, mais de 4 p.p acima do valor verificado no início do Plano Real (ALMEIDA, 2001).

Os ataques especulativos sofridos pelo Brasil frente a crise de confiança instaurada após a moratória russa eram amenizados elevando sua taxa de juros, tentando, assim, preservar seu regime cambial. Pastore & Pinotti (1999) enfatizam que, todavia, a taxa de crescimento econômico do Brasil era inferior a

⁸ A crise norte-americana do *subprime* também enfrentou problema semelhante, como será visto mais a frente na seção 1.2.

sua taxa real de juros, o que gerou um crescimento explosivo de sua dívida pública. A razão dívida líquida/PIB aumentou de 33,8% em 1997 para 42,6% em 1998, elevação impulsionada tanto pelas altas taxas de juros quanto pela elevada razão déficit nominal/PIB, cerca de 8% em 1998 (MATHIAS, 2000). Em janeiro de 1999, o Brasil adotou o regime de câmbio flutuante e, com os pacotes de ajuda do FMI, conseguiu se recuperar da crise.

Nesse sentindo, observa-se que o Brasil não passou por uma crise financeira. Os empréstimos externos representavam pouco em seus ativos bancários e, como sua moeda estava sobrevalorizada, houve tempo para os investidores domésticos e externos retirarem seus capitais e fazerem *hedge* (MATHIAS, 2000). Ocorreu, então: a) uma combinação de uma política inconsistente de taxas de juros reais muito altas e consequente aumento de sua dívida pública e b) uma tentativa de ampliação da banda cambial devido a queda das reservas após choques externos e consequente adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes.

1.2 CRISE FINANCEIRA

À medida que a globalização e o desenvolvimento do comércio progridem, as economias se interligam e ficam mais expostas aos agentes internacionais e ao capital especulativo. Esta situação leva à possibilidade do desenvolvimento de diversos fatores de risco, como o aumento da volatilidade de capitais, a interligação do sistema financeiro internacional e os novos agentes internacionais e o controle dos Bancos Centrais. Esses fatores de riscos, unidos a fundamentos macroeconômicos enfraquecidos, podem levar os países a grandes crises financeiras (GONÇALVES, 1998).

Uma crise financeira pode ser entendida como um desequilíbrio no sistema, seja devido a uma expressiva oscilação da moeda, a um déficit público elevado, a uma alta dependência de capital estrangeiro etc. Se a credibilidade do país for abalada internacionalmente, gera-se um cenário de insegurança nos

investidores e especuladores e pode induzir à retirada de seus ativos financeiros do país, o que implica em perda de riqueza e de liquidez no mercado afetado.

Minsky (1977) define o termo crise financeira como uma situação econômica na qual instituições ou ativos financeiros se desvalorizam repentinamente. Existe, assim, uma relação inevitável entre crescimento e endividamento, e este último é cercado de expectativas quanto a um desdobramento resultante em uma crise financeira. Então, a fragilidade financeira é uma característica típica do capitalismo, de forma que quanto maior a fragilidade financeira, maior o risco de uma crise financeira (HERMANN, 2008). O nível de fragilidade é atrelado ao ciclo de negócios.

Minsky (1977) supõe que após uma recessão, as empresas tendem a manter-se solventes, gastando de acordo com a sua receita. Então, quando a economia dá sinais de recuperação, as empresas tornam-se mais otimistas e tendem a tomar emprestado um valor maior do que suas receitas. Essa atitude é baseada na crença de que, ao tomar mais empréstimos, podem fazer mais investimentos e assim ter mais lucros e, com estes, quitam suas dívidas. Do outro lado, os emprestadores, ao perceberem a estabilidade da economia, voltam a emprestar mais por acreditarem que as empresas honrarão suas dívidas. Nesse cenário, tem-se um aumento daqueles que querem emprestar e daqueles que querem tomar emprestado e, assim, um aumento da fragilidade do sistema financeiro.

Apenas quando uma grande empresa torna-se insolvente que os emprestadores visualizam a atual situação de risco da economia e param de emprestar com facilidade. Essa redução do crédito impossibilita a muitas firmas tomarem emprestado para refinaranciar suas dívidas e, conseqüentemente, estas também tornam-se insolventes. Caso não haja uma nova fonte de crédito para possibilitar esse financiamento, a crise se espalha pela economia. Frente a esta conjuntura recessiva, as empresas insolventes perdem seu lugar no mercado e as empresas que conseguiram solver suas dívidas passam a comportar-se de maneira solvente. E assim, repete-se o ciclo.

A análise microeconômica pode ser estendida para uma análise macroeconômica, segundo Hermann (2008): considerando as economias de mercado, sua fragilidade é inerente ao seu crescimento, pois estas economias dependem de um sistema baseado na “confiança dos agentes envolvidos”. A autora considera que, de um lado, estão as expectativas de renda futura daqueles que assumem as dívidas e, de outro, as expectativas de risco-retorno dos agentes que adquirem estes ativos financeiros. Todavia estas expectativas estão ancoradas no que Keynes (1984 [1937]) chamou de “otimismo espontâneo”: o pagamento regular das dívidas criadas depende de uma confirmação destas expectativas que, em economias de mercado, nem sempre se confirmam. Caso este cenário não se confirme, cresce a inadimplência no crédito e desvalorizam-se os títulos negociados em mercado.

Esta situação é uma condição necessária, porém não suficiente, para converter uma situação de fragilidade em crise financeira. Ainda assim, um quadro de crise financeira sistêmica só se configura se a crise de crédito der origem a uma crise de confiança. Hermann (2008, p.30) ressalta que:

(Uma crise de confiança) se manifesta pelo rápido aumento da preferência por liquidez, em detrimento dos ativos financeiros. Se tal tendência não for rapidamente contida por uma política macroeconômica que restaure a confiança, desencadeia-se um “comportamento de manada”, pelo qual, mesmo aqueles que ainda não têm razões objetivas para se desfazer de ativos, tornam-se também vendedores apressados, apenas porque os que já sofreram perdas estão agindo assim. Esta prevenção individual acaba por levar à deflação de ativos, espalhando a crise.

Em relação à dinâmica de flutuação nos preços dos ativos, Castro (2010) explica que essa flutuação apresenta desde uma tendência expressiva até uma situação de deflação dos mesmos, e pode ser explicada por uma dinâmica de 4 fases: tendência, excessos, correção e nova trajetória. O autor afirma que há um desequilíbrio no preço dos ativos que leva a esse ciclo, pois os investidores constantemente revisam suas expectativas, sofrem com informações que se difundem de forma irregular e estão sujeitos a erros em suas avaliações⁹, gerando flutuações nesses preços.

⁹ Castro (2010) exemplifica alterações no preço dos ativos como, por exemplo, oriundas de um ataque especulativo nos derivativos de crédito de um banco. Esses ataques acarretam em um aumento do custo de captação do crédito,

Eventualmente, será observada uma tendência de alta ou baixa desses preços no mercado, caracterizando a primeira fase do ciclo. No momento em que esses preços não puderem ser justificados com base em seus fundamentos econômicos, o ciclo se encontra em sua segunda fase, o período de excessos. Neste período, a medida que os lucros crescem, os agentes se tornam mais confiantes, espalhando também o risco para outros ativos, devido à interligação dos mercados. Em certo momento, inicia-se o período de correção, tendo em vista que o período de excesso leva a um crescimento da demanda por liquidez, que muitas vezes pode não ser suprida devido a sua magnitude, e geram falências e possivelmente corridas bancárias. Ao fim da correção, tem-se a volta do paradigma anterior ou se inicia uma nova tendência nos preços dos ativos. Crises financeiras ocorrem quando o período de correções é tão forte que gera uma espiral deflacionária, ocorrendo falências, redução do crédito, incerteza, desemprego e, eventualmente, recessão, movimento que pôde ser observado na crise imobiliária norte-americana.

1.2.1 Crise Imobiliária e crise norte-americana do *subprime*

Em diversos países, a aquisição de uma casa pode ser feita mediante a obtenção de uma hipoteca - empréstimos feitos a famílias ou firmas para a compra de moradias, terras ou outras propriedades imobiliárias, em que a própria estrutura ou terra servem como garantia destes empréstimos. Os prazos dos financiamentos hipotecários são extensos, chegando a durar por décadas. As hipotecas podem ser renegociadas no mercado, quando o proprietário de uma casa hipotecada a vende para outra pessoa que se interessa em manter o financiamento, assim como pode ser repassada para outro investidor que se interesse pela série de pagamentos futuros garantidos pela hipoteca, desde que o valor presente desta série seja para o comprador superior ao valor cobrado pela hipoteca.

podendo levar a uma corrida contra seus depósitos e dívida, gerando uma mudança de fundamentos. Isso tende a gerar mudanças nos preços.

Uma bolha imobiliária ocorre quando os preços no mercado estão bem acima do seu real valor e os compradores continuam dispostos a pagar ainda mais pelos imóveis. Isto leva a um ciclo especulativo onde não se observa seu fim nem tampouco quando ocorrerá uma rápida queda geral nesses preços. Segundo Stiglitz (1990), se a única razão para o preço dos ativos estarem altos em determinado período é a crença de que no período seguinte o preço de venda se manterá alto, tem-se uma situação de bolha. Nesta circunstância, observa-se que a alta dos preços não pode ser justificada pelos fundamentos econômicos – ou seja, o preço não pode ser explicado pela relação entre oferta e demanda.

Nos Estados Unidos¹⁰, disponibilizou-se crédito para compra de imóveis para pessoas caracterizadas como Ninjas (*No Income, No Jobs, no Savings*)¹¹. Vendia-se uma casa com a promessa de que o pagamento da mesma seria auxiliado com o lucro gerado da valorização da casa ao longo de cada ano. Esse contrato, chamado de *subprime* por não ser totalmente de primeira linha, era repassado para um banco, de forma que tanto este quanto o corretor ficavam na expectativa dos ganhos com a valorização do imóvel a serem recebidos sob a forma de reembolso e juros.

O banco, por sua vez, ao deparar-se com sua carteira repleta de contratos *subprime*, passou a repassar uma parte do que internamente qualificava como “junk” (lixo) para agências seguradoras. Ou seja, para quem iria “securitizar” a operação, asseguraria certas garantias em caso de inadimplência total. Isso era feito por meio do pagamento de uma taxa e de uma pequena parte da futura valorização do imóvel, que ainda era hipotética, mas bastante provável dado o elevado nível de crédito disponível no mercado que impulsionava as compras dos imóveis e gerava uma tendência de elevação dos preços.

As empresas que securitizavam esses ativos “junk”, por sua vez, preocupadas com sua qualidade, empurravam os papéis mais adiante para, geralmente para investidores em busca de lucros altos. Esses ativos eram, então, oferecidos no mercado como um ótimo negócio, um tanto arriscado, mas remunerados por uma alta taxa de juros e classificados com alta nota pelas

¹⁰ Essa síntese foi baseada no artigo de Dowbor (2009).

¹¹ Em tradução livre: “sem renda, sem emprego e sem poupança”.

empresas de classificação de risco. Enquanto o valor dos imóveis nos EUA subia, o sistema estava funcionando e os papéis estavam se espalhando, formando uma bolha.

Os problemas de liquidez já podiam ser observados em 2006, quando o preço dos imóveis começou a cair. Entretanto, o otimismo ainda prevalecia na economia, por conta dos juros altos, vindo apenas a ser abalado em meados de julho, quando os problemas de liquidez estenderam-se às agências (privadas) garantidas pelo governo norte-americano (*government sponsored enterprises*) – Fannie Mae e Freddie Mac. Em conjunto, as duas instituições administravam carteiras de ativos da ordem de US\$ 5 trilhões, representando cerca de 40% do total do mercado de hipotecas americano.

Aqui se observa a terceira fase do ciclo dos preços dos ativos, descrito por Castro (2010). Este, na verdade, originou-se no mercado imobiliário americano ainda em 2005, e na bolsa de valores em 2007. Entre agosto de 2007 e março de 2008, tem-se o período onde a correção transformou-se em crise, dada a forte queda no preço das ações que refletia as perspectivas pessimistas do mercado, porém restritas ao mercado americano. Apenas quando foi anunciada a compra do banco de investimento Bear Stearns pelo Banco JPMorgan, através do financiamento do Fed, é que as proporções da crise norte-americana passaram a ser sentidas e temidas pelo mercado mundial, pois a Bear Stearns participava extensamente de diversos mercados, e sua falência poderia colocar em dúvida a posição de milhares de suas contrapartes (BERNANKE, 2008).

Os bancos de investimento americanos não eram obrigados a manter as mesmas exigências de capital mínimo que os bancos comerciais, porque não caracterizavam instituições depositárias asseguradas pelo FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation¹²). Castro (2010) alega que isso permitiu aos bancos de investimento operar com muito mais dívida que os bancos comerciais, além da confiança depositada nos investidores de que estes saberiam avaliar os riscos das dívidas adquiridas e não especulariam excessivamente. Com a crise, todavia, todos os bancos de investimento foram comprados (como o Bear Stearns, o

¹² Em português, “Entidade Federal de Seguros de Depósitos”.

Lehman Brothers que quebrou em outubro de 2008 e em seguida, Merrill Lynch) ou viraram bancos comerciais como o Goldman Sachs e o Morgan Stanley. Instituições como o Citigroup, o AIG, o Freddie Mac e Fannie Mae apenas sobreviveram devido a vultuosas ajudas do Fed.

Perante tamanho caos do sistema financeiro, os meios de comunicação aclamavam por uma maior intervenção do governo (além da capitalização fornecida pelo Fed), de forma a acalmar o pânico instaurado e iniciar um novo ciclo do preço dos ativos. Eventualmente, os líderes do G-20¹³ se reuniram e algumas medidas foram tomadas como estímulos fiscais através de mais linhas de crédito ao comércio exterior (deteriorado devido ao espalhamento do pânico para títulos de garantias reais como os *commercial papers*¹⁴ e adiantamentos de contratos de câmbio¹⁵) e a disponibilidade de mais recursos pelo FMI. Todavia, os resultados da crise norte-americana do *subprime* atingiram fortemente os países membros da zona do euro e, aliado a desequilíbrios internos, desencadeou a crise na região.

1. 3 CRISE DA DÍVIDA SOBERANA

Dívida soberana significa quanto o governo de um país deve, ou seja, o valor de seus títulos de dívida pública. A diferença entre dívida pública e dívida soberana reside na moeda a qual a dívida é lastreada: a primeira em moeda doméstica e a segunda em moeda estrangeira. Os governos financiam suas dívidas através da emissão de títulos, que apresentam tempo de maturação entre 3 meses e 30 anos, e remuneram seus compradores com uma taxa de juros. Quanto maior a probabilidade que o título seja pago, menor será a taxa de juros, pois menor é o risco embutido no título. Os governos também podem fazer

¹³ G-20 ou Grupo dos Vinte é um fórum internacional, criado em 1999, cujo objetivo é o debate entre nações desenvolvidas e emergentes a cerca de assuntos relacionados à estabilidade econômica mundial.

¹⁴ Em português, notas promissórias.

¹⁵ Observou-se uma redução no volume do comércio internacional em 15%, no primeiro trimestre de 2009 comparado ao primeiro trimestre de 2008.

empréstimos diretamente a bancos, empresas privadas e outros países (BUCHANAN, 2008).

Assim, uma crise da dívida soberana geralmente constitui problemas econômicos e financeiros causados pela percepção do mercado de (provável) inabilidade de um país em pagar suas dívidas. Isto geralmente ocorre quando um país atinge um nível crítico de dívida e sofre de baixo crescimento econômico, ou assim se é percebido. Essa desconfiança do mercado pode se tornar uma profecia autorrealizável, uma vez que a desconfiança aumenta, maior são os juros que o país precisa pagar para obter novos empréstimos.

Crises de dívida soberana já ocorreram no passado, frequentemente resultado de uma guerra ou recessão. Nos anos 1980, uma onda de *default* aconteceu no leste europeu, na África e na América Latina, devido a um elevado *boom* bancário na década de 1970, que ampliou a oferta de empréstimos para essas áreas. Quando a recessão bateu em 1981, as taxas de juros subiram, levando os países a darem *default*. Em 1998, os prejuízos sofridos pela Rússia devido à crise do petróleo e à crise asiática levaram o país a darem *default*, impulsionando outros países a fazerem o mesmo. Felizmente, a concessão de crédito pelo FMI impediu essa situação. Todavia, o cenário se repetiu alguns anos depois: o excesso de crédito disponível no mercado internacional aliada as vantagens obtidas com a união monetária europeia trouxe crise semelhante a alguns países membros da zona do euro.

1.3.1 Crise na zona do Euro

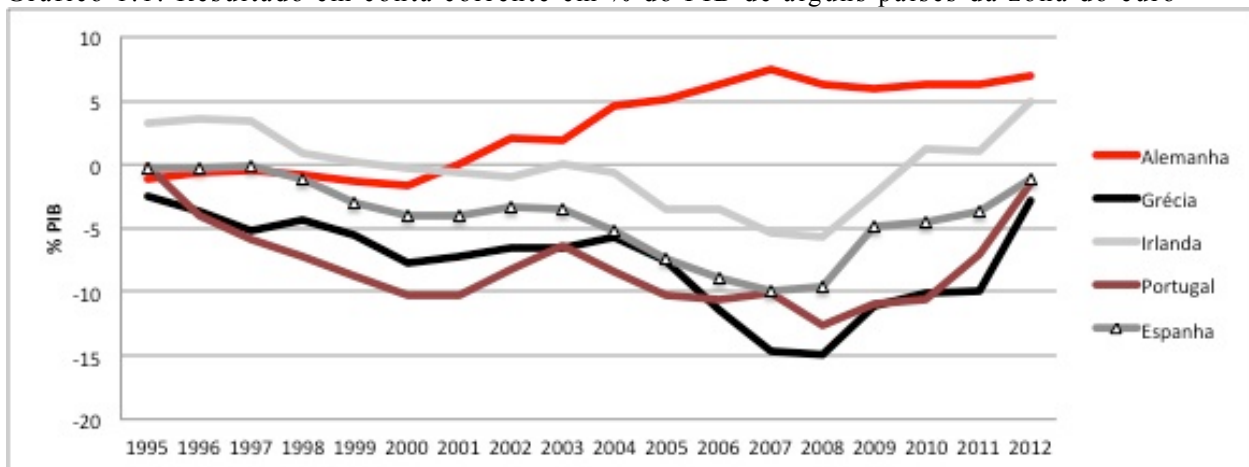
O desenvolvimento e a globalização do sistema financeiro aliada a criação da união monetária europeia contribuíram para o aumento do fluxo de capitais externos. O governo se inseriu como um dos agente a fazer uso desses capitais, como forma alternativa de se financiar além da arrecadação de impostos. Dependendo de como o governo aloque os recursos obtidos, os empréstimos adquiridos através da venda de títulos da dívida pública podem auxiliar o país a

reduzir seus déficits fiscais e promover o crescimento, gerando condições para o país se recuperar.

Vukovic (2012) aponta duas finalidades para as quais o dinheiro obtido com a dívida pública pode ser utilizado: a) financiar investimentos (manufaturas, tecnologia etc.), o que é positivo para o país, pois promove a produção e gera crescimento ou b) financiar o consumo e os gastos do governo em setores não produtivos, o que é negativo para o país, pois este capital não vai gerar renda adicional (essa renda não pode ser obtida, por exemplo, quando o governo utiliza dinheiro dos cofres públicos para financiar campanhas eleitorais). Conforme mesmo autor, Irlanda e Espanha encaixam-se no caso (a) enquanto Grécia, Itália e Portugal no caso (b).

Após a adoção do euro, os países da zona do euro aumentaram seu déficit, à exceção da Alemanha, como pode ser visto no gráfico 1.1, abaixo. Segundo Vukovic (2012), isso ocorreu porque a Alemanha adotou uma série de reformas no seu mercado de trabalho e no seu sistema de pensões, gerando aumento em seus níveis de produtividade e redução nos gastos do governo ao enxugar o valor das pensões (KIRKEGAARD, 2011).

Gráfico 1.1: Resultado em conta corrente em % do PIB de alguns países da zona do euro



Fonte: World Economic Outlook - Abril 2013, Fundo Monetário Internacional (FMI)
Elaboração própria

Tradicionalmente o país mais competitivo da Europa, essas medidas só distanciaram os demais países dos níveis de competitividade da Alemanha, o que

proporcione um aumento das exportações desta e no aumento das importações dos demais países (VUKOVIC, 2012). Nesse sentido, como os países estão vinculados por uma união monetária, não podem utilizar a ferramenta de desvalorização de sua moeda para reduzir esse desequilíbrio fiscal (LANE, 2012), ao baratear suas exportações (o que aumentaria sua arrecadação) e diminuir o valor de suas dívidas.

Além disso, a liberalização do mercado de capitais europeu (i.e, extinção de quaisquer restrições de seu fluxo) também permitiu que instituições financeiras pudessem operar por meio de filiais espalhadas pelos países da zona do euro¹⁶, realizando operações *cross-border* (entre fronteiras) sem responder a nenhuma autoridade supranacional (SAPIR, 2011), mas apenas ao seu país de origem. Essa não coordenação entre políticas financeiras e fiscais foi fragilizando a UE, especialmente pela dificuldade em regular o cumprimento das normas estabelecidas pelo Tratado de Maastricht que determinam um limite de 3% do PIB para déficit público e 60% do PIB para dívida pública (KIRKEGAARD, 2011).

Outro aspecto da união monetária concerne os agentes do sistema financeiro. Estes desenvolveram a impressão errada de que os riscos dos títulos das dívidas públicas de cada país da zona do euro poderiam ser lidos de maneira conjunta, ou seja, como todos eram cotados em euro, deu-se a impressão que era tão seguro comprar um título grego quanto um título alemão (PORTUGAL, 2010). Vukovic (2012) explica que essa confiança era oriunda da crença de que o BCE iria garantir que a inflação e instabilidades cambiais não iriam assolar a Grécia nem demais países periféricos. Antes disso, quando cada país tinha sua própria moeda, havia uma disparidade maior entre as taxas de juros de cada nação, refletindo a solidez do setor privado e dos compromissos firmados pelos governos - títulos público (LANE, 2012). Países como Portugal e Grécia tinham juros maiores, enquanto países como a Alemanha e a França remuneravam menos os seus credores.

¹⁶ Além de Islândia, Lichtensteine e Noruega, que não adotam o euro mas fazem parte da UE.

Gráfico 1.2: Taxa de juros dos títulos de dívida pública de 10 anos de alguns países da zona do euro¹⁷



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Como pode ser observado no gráfico 1.2 acima, com a união monetária, essa disparidade sumiu, dando lugar a uma convergência para baixo: as taxas de juros que antes eram mais altas nas economias hoje mais periféricas do euro baixaram até haver uma semelhança muito grande de valores entre todos os países do euro. Países como Alemanha e França que sofriam com a falta de demanda doméstica por investimentos os direcionaram para os periféricos, já que após a queda em suas taxa de juros, os riscos tornaram-se menores e seus mercados, teoricamente, mais estáveis (VUKOVIC, 2012).

Quando a crise norte-americana se espalhou pela Europa em 2008, diversos investidores e instituições europeus possuíam capital investido na economia dos EUA. Os investidores procederam com a realocação de seus investimentos em ativos dos países periféricos para ativos de menor risco, como os títulos da dívida Alemã, para evitar maiores perdas (KOURETAS; VLAMIS, 2010). As instituições financeiras reduziram a concessão de empréstimos, devido

¹⁷ Não foi possível reproduzir o gráfico, pois os dados são privados.

às perdas que sofreram com a queda do valor de seus títulos da dívida soberana dos EUA. Assim, o realocamento do capital dos investidores simultaneamente à redução da concessão de empréstimos pelas instituições financeiras levou a uma redução da oferta de crédito nos países periféricos. Restaram como únicas fontes de crédito para esses países a Alemanha (economia mais forte da UE), o Banco Central Europeu e o FMI (VUKOVIC, 2012).

Como, então, a crise europeia que era aparentemente uma crise financeira (gerada como consequência da crise norte-americana) se transformou em uma crise da dívida soberana?

As dificuldades foram inicialmente observadas na Grécia. Após sua entrada na zona do euro, os títulos da dívida pública grega passaram a ser reconhecidos como ativos de baixo risco e, com isso, criou-se demanda artificial para esses títulos. Essa demanda facilitou a tomada de empréstimos pelos governantes gregos, que, entretanto, utilizaram-nos para financiar seus gastos (inclusive, consumindo os produtos alemães), mas não para melhorar as condições de competitividade de seu país e, assim, reduzir seus elevados déficits fiscais (VUKOVIC, 2012). E isso, consequentemente, tornou os títulos gregos bem mais arriscados, devido à possibilidade de insolvência por parte do governo (LANE, 2010) – considerando que quanto maior o déficit, maior a probabilidade de obrigações não cumpridas pelo governo por falta de dinheiro.

Portugal vinha apresentando problemas de competitividade desde sua entrada na zona do euro, como pode ser observado no aumento expressivo da importação de produtos alemães - agora mais acessíveis pela adoção da mesma moeda, frente ao fraco resultado de suas exportações (VUKOVIC, 2012). Seu governo gastou consideravelmente em projetos do setor público, como estádios em 2004, além de ter realizado uma má administração de seus serviços públicos, fatores que contribuíram ao aumento de sua dívida pública e uma posição fiscal insustentável. Já a Itália também apresentava problemas estruturais e uma dívida pública acima de 100% de seu PIB desde o início da década de 1990, o que vai de encontro ao que determina o tratado de Maastricht, todavia a entrada do país fez-se necessária devido a magnitude da economia italiana (VUKOVIC, 2012).

No caso da Espanha e da Irlanda, a crise dos EUA levou à deterioração do preço do setor imobiliário, levando a uma redução da arrecadação de impostos do governo e a uma redução do número de pessoas empregadas no setor de construção, setor esse que representava um grande peso tanto na produção quanto na geração de empregos de suas economias. Ainda, como o desemprego aumentou, assim também aumentaram os custos do governo perante esses novos desempregados. Essa situação levou tanto a Irlanda como a Espanha a irem de um superávit para um estado de enorme déficit, obrigando seus governos a emitirem títulos públicos de forma a arrecadarem o dinheiro necessário para que os setores mais afetados fossem socorridos (KRUGMAN, 2011).

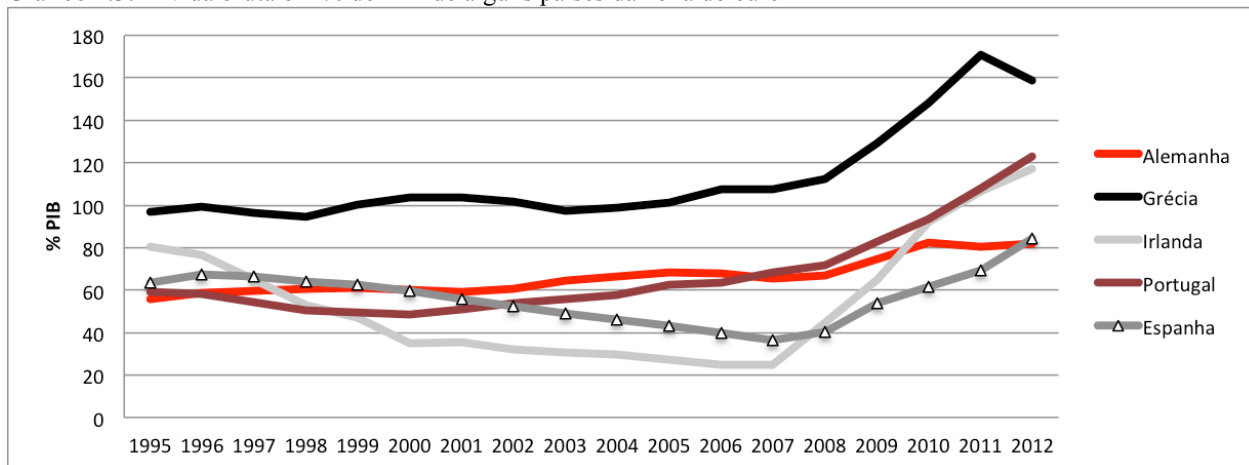
Como a solvência desses países também em questão, a confiança dos investidores se deteriorou ainda mais, intensificando a venda de seus títulos públicos oriundos de países periféricos em troca dos títulos alemães — considerados de baixo risco — em um curto período de tempo (KRUGMAN, 2011). E foi através da tentativa de venda desesperada dos títulos dos países periféricos — gerando uma queda de seus preços e, consequentemente, um aumento de sua taxa de juros (para compensar o risco) — que a crise financeira europeia transformou-se em uma crise da dívida soberana.

Diante da deflagração da crise da dívida soberana, a UE e o FMI lançaram mão de medidas conjuntas de ajuda aos países periféricos do euro. O FMI e a UE criaram, primeiramente, um fundo de estabilidade financeira temporário (European Financial Stability Facility – EFSF) para oferecer pacotes de ajuda financeira aos países afetados, que em seguida tornou-se o European Stability Mechanism (ESM), em caráter permanente (FMI, 2012a). A liberação do capital oferecido por esses pacotes estava sujeita à adoção de medidas de austeridade, como corte de gastos do governo, salários e benefícios, aumento dos impostos e demissão de funcionários, como ocorreu na Grécia, Espanha, Portugal e na Irlanda (VUKOVIC, 2012). Na Itália, em que até a escrita deste artigo ainda não solicitou ajuda, também foram introduzidas medidas de austeridade, porém por iniciativa governamental (FMI, 2012a).

Entretanto, a adoção de medidas de austeridade como característica comum a ser adotada por todos os países afetados não considerou as diferenças econômicas existentes entre esses países. Nos parágrafos abaixo, essas diferenças serão abordadas.

Conforme demonstra o gráfico 1.3 abaixo, Grécia e Portugal apresentavam uma elevada dívida pública desde antes de aderirem ao euro (VUKOVIC, 2012). Esta dívida agravou-se diante dos problemas de competitividade enfrentados após a adoção do euro, pois agora competiam com produtos oriundos da Alemanha, França e países escandinavos. Anteriormente, estes países desvalorizavam suas moedas nacionais (o dracma e o escudo português, respectivamente) como forma de baratear suas exportações (LANE, 2012). Agora, essa possibilidade não existe mais. Então, a perda de competitividade e a impossibilidade de desvalorização de suas moedas piorou a situação de déficit na conta corrente dos dois países.

Gráfico 1.3: Dívida bruta em % do PIB de alguns países da zona do euro



Fonte: World Economic Outlook - Abril 2013, Fundo Monetário Internacional (FMI)
Elaboração própria

Nesse sentido, as medidas de austeridade têm se mostrado ineficientes, pois inibem o crescimento da economia desses países, especialmente devido ao corte de salários, os quais desestimulam o consumo da população (KRUGMAN, 2012a). A redução do consumo implica numa queda na arrecadação do governo, deteriorando ainda mais sua já debilitada capacidade de pagamento, a qual é

refletida em um aumento de seus déficits públicos e uma nova necessidade de empréstimos. Tem-se, assim, uma ineficiência nos planos de ajuda oferecidos.

A Irlanda e a Espanha tiveram causas distintas das explicadas anteriormente, tendo seu centro no estouro da bolha imobiliária, cujo crescimento foi pautado no financiamento externo.

Quando a crise estadunidense foi deflagrada, os bancos irlandeses e espanhóis sofreram com a especulação e perderam muitos de seus recursos (DRUDY; COLLINS, 2011). As medidas de austeridade na Espanha tiveram claros impactos negativos na economia, pois observou-se entre 2011 e 2012 um aumento do desemprego de 23% para 26%, um aumento da dívida pública de 69% para 91%; e apenas o déficit orçamentário apresentou resultados positivos ao reduzir em 2% do PIB (ECONOMIST, 2012).

Em situação mais animadora, mais de dois anos depois de ter pedido um resgate à União Europeia e ao FMI, a Irlanda começa a regressar ao mercado, mas a retomada econômica do país é frágil, apesar da recente queda do desemprego e do crescimento no setor dos serviços (EURONEWS, 2012). Segundo Ribeiro (2012), o FMI propôs ao governo irlandês não apresentar mais medidas de austeridade até 2015, mesmo que isso signifique falhar as metas de crescimento econômico em 2013, pois segundo a visão do Fundo, o caminho para o crescimento econômico viria através de medidas de austeridade.

Até o momento em que apenas a Irlanda, a Grécia e Portugal haviam solicitado ajuda ao FMI, as preocupações não eram tão grandes, dado que as três juntas representam uma percentagem pouco significativa da economia da zona do euro. Entretanto, quando Espanha e Itália começaram a dar sinais de problemas, a crise da zona do euro adquiriu proporções preocupantes, pois estes países estão entre as quatro maiores economias europeias, o que os torna *too big to bailout*, ou seja, será necessário um pacote de ajuda muito elevado para auxiliar esses países dado que são grandes economias. Haja vista que a Itália e a Espanha representam juntas 28,5% do PIB da zona do euro (EUROSTAT, 2012), uma possível recessão nesses países poderia gerar grandes estragos em uma escala

mundial, o que reforça a importância da contenção da crise nesses países, apesar de sua elevada dificuldade (FMI, 2012b).

2 CAUSAS DA CRISE NORTE-AMERICANA E DA CRISE DA ZONA DO EURO

O debate a cerca dos fatores que culminaram nas crises atuais vem sendo amplamente discutido, tanto em meio acadêmico como pelos meios de comunicação, todavia, ainda não há um consenso. Este capítulo tem como objetivo, portanto, discutir os principais tópicos apontados pelos economistas como causas das referidas crises. Para isso, serão realizadas três seções, em que a primeira faz uma breve retrospectiva sobre o desenvolvimento do sistema financeiro internacional, denominador comum em ambas as crises, especialmente por ser o canal de contágio da crise norte-americana para a zona do euro; em seguida, será abordada a crise norte-americana e os fatores intrínsecos à sua economia que cooperaram para a crise; e por fim, serão debatidos os problemas de âmbito institucional da zona do euro e sua influência no desenrolar da crise na região.

2.1 A CONFIGURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

O Sistema Financeiro Internacional consiste no conjunto de instituições e operações financeiras de repercussão internacional, onde são exercidas relações de troca ou negócios entre moedas, atividades, fluxos monetários e financeiros, empréstimos, pagamentos, aplicações financeiras internacionais etc. Sua principal característica consiste no facilitamento do comércio e dos investimentos internacionais. Dentre seus principais agentes, destacam-se as organizações internacionais, tais como o FMI, o BIS e o BIRD; os órgãos e departamentos governamentais nacionais, como bancos centrais e ministérios de finanças; e as instituições privadas que operam em escala mundial, como bancos

e fundos *hedge* (CARVALHO, 2000).

O desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional está fortemente atrelado ao nível de globalização. Antes de entendê-lo, cabe delinear o conceito de globalização. Segundo Gonçalves (1998, p.1):

Globalização pode ser definida como a interação de três processos distintos, que têm ocorrido ao longo dos últimos vinte anos, e que afetam as dimensões financeira, produtiva-real, comercial e tecnológica das relações econômicas internacionais. Estes processos são: a expansão extraordinária dos fluxos internacionais de bens, serviços e capitais; o acirramento da concorrência nos mercados internacionais; e a maior integração entre os sistemas econômicos nacionais.

A globalização financeira pode ser entendida como a explosão dos fluxos de capitais. Esse acontecimento não está datado apenas no tempo presente, mas há eventos no passado, como o apogeu do regime do padrão-ouro (1870-1914), em que ocorreram elevados desequilíbrios em conta corrente (LANNES JR., 1997). O que destaca o nível de globalização atual, conforme mesmo autor, são os seguintes aspectos: os montantes envolvidos nas transações financeiras, a velocidade dessas transações, a influência dos investidores institucionais, o aumento da oferta de capitais para os mercados emergentes, a securitização dos fundos e as inovações financeiras. Esses pontos serão abordados ao longo desta seção.

Nos últimos anos, há uma proporção crescente de ativos financeiros emitidos por residentes nas mãos de não-residentes e vice-versa, impulsionada principalmente pelos avanços tecnológicos na informática (como a criação do telefone e da internet). Lannes Jr. (p. 11, 1997), salientou essa ideia, ao definir que: “os avanços da informática e das telecomunicações permitiram o surgimento de um mercado virtualmente global, em que transações se realizam 24 horas por dia, movimentando enormes somas ao apertar de um botão”.

Além disso, existe uma maior rapidez e facilidade na obtenção de notícias, o que gera impactos imediatos nos títulos negociáveis em qualquer mercado do mundo, já que se cria uma movimentação constante nos investimentos, porque os especuladores e até mesmo os investidores estão sempre buscando maiores lucros e menores riscos (LANNES JR., 1997).

Essa globalização cada vez mais acentuada do sistema financeiro internacional vem estimulando a concorrência nos mercados internacionais de capitais e a expansão dos fluxos de capitais (títulos, ações, empréstimos, financiamento, moedas e derivativos). Conforme mesmo autor, uma maior oferta de capitais disponível possibilita um acesso desimpedido dos governos e empresas aos recursos de uma poupança mundial, especialmente tendo em vista a existência de baixos custos de informação e de transação.

A título de comparação, observa-se que o estoque líquido de títulos internacionais passou de US\$ 250 bilhões, em 1982, para US\$ 4,2 trilhões, em 1994 (LANNES JR., 1997). O fluxo de capitais que correspondia entre 2 a 6% do PIB mundial entre 1980-95, subiu para 15% do PIB desde então. Em valores absolutos, esse fluxo correspondia a \$7.2 trilhões, em 2006 (FMI, 2012). De outra parte, entre 1973 e 1995 o giro diário nos mercados de câmbio saltou de cerca de US\$ 15 bilhões para mais de US\$ 1,2 trilhão. Tal montante é 50 vezes maior que o comércio mundial diário de bens e serviços e equivale a, aproximadamente, 80% do estoque mundial de reservas, exclusive ouro.

Gonçalves (1998) explica que, em decorrência desse elevado fluxo de capitais, criaram-se as condições necessárias para a elevação das taxas de crescimento econômico dos países; assim como a uma maior eficiência dos investimentos, pois permite um melhor direcionamento do capital para os setores mais produtivos; e uma maior facilidade de financiamento de déficits fiscais, já que os governos deixam de depender apenas dos mercados domésticos. Em contrapartida, desenvolveram-se riscos macroeconômicos tais como volatilidade cambial, elevação de juros, aumento do passivo interno e vulnerabilidade a choques externos, tendo em vista a maciça entrada de capitais nas economias. Em adição a esses riscos macroeconômicos, tem-se um governo cujas políticas enfrentam dificuldades em atingir seus objetivos, face a integração dos mercados financeiros.

Gonçalves (1998) observa que, em termos de política monetária, esta não pode ser realizada de maneira isolada, sem considerar os efeitos que gera na política cambial. Alterações que afetem os juros, também afetarão os fluxos de

capital e, por conseguinte, o câmbio; e, dependendo da relevância dessa economia, esse efeito se espalhará para outros países. Já as medidas sobre o câmbio limitam o nível dos juros disponíveis para o governo. Por sua vez, a política fiscal não pode ser realizada sem considerar as expectativas de mercado e, em decorrência, o fluxo de capitais - os quais influenciam o nível de juros domésticos, no caso de países com mercados de títulos de longo prazo.

Percebe-se, desta forma, que o fenômeno da globalização resulta de um conjunto de fatores autônomos e conjunturais que se reforçam mutuamente. Tendo em vista os efeitos negativos decorrentes da globalização financeira e a relação entre eles com a presente crise global, será feito a seguir um breve histórico do sistema financeiro, na tentativa de explicar como o mesmo cresceu de tal forma que a regulação necessária não se fez presente, assim como as informações precisas para a realização de operações financeiras tornaram-se cada vez menos transparentes.

Para efeitos de crise, a análise a seguir será pautada na teoria de Minsky (1982), que determina que a origem e a intensificação das crises financeiras relacionam-se com a composição dos ativos e passivos das instituições financeiras. Entende-se por ativos as aplicações realizadas pelas instituições financeiras (como os empréstimos), enquanto que os passivos indicam suas fontes de captação de recursos (como os depósitos).

Até 1960, segundo Muniz (2010), as instituições financeiras só aumentavam seus ativos se houvesse uma contrapartida no aumento dos passivos. Entretanto, após os anos 60, determinadas condições da economia americana - como o aumento da inflação aliado aos gastos realizados na guerra com o Vietnã (Carvalho, 2000) - deterioraram o Balanço de Pagamentos norte-americano (Muniz, 2010). Esse desequilíbrio gerou graves consequências para o mundo, pois este dependia da dinâmica da economia americana em garantir a paridade dólar-ouro ¹⁸, institucionalizada em Bretton Woods ¹⁹.

¹⁸ O padrão dólar-ouro garantia a qualquer indivíduo, instituição financeira, empresa ou banco, que o governo dos Estados Unidos forneceria uma onça troy (31,1g) para cada 35 dólares. Para essa situação se manter, os EUA não podiam desvalorizar sua moeda, de modo que uma mesma quantidade de dólares valesse menos ouro. Assim, quando os EUA precisou desvalorizar sua moeda, encerrou-se o padrão dólar-ouro.

Consequentemente, o abandono da paridade dólar-ouro levou à extinção do modelo de taxas fixas de câmbio²⁰.

Como explica Carvalho (2000, p. 341): “Criou-se, assim, um ambiente de extrema incerteza para a operação dos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos”. E é justamente neste ambiente que se inicia uma operação de flexibilização dos passivos do sistema financeiro, ou seja, uma flexibilização na captação de recursos. Essa flexibilização dos passivos ocorreu pelo advento de inovações financeiras. Carvalho (2000, p. 338) define uma inovação financeira como “[...] a produção de novos tipos de serviços financeiros ou novas formas de produção de serviços financeiros já conhecidos”, e Lannes Jr. (1997) complementa definindo-os como instrumentos destinados à proteção dos agentes contra movimentos inesperados nas variáveis econômicas. As inovações financeiras constituíram-se dos Fundos de Reserva Federal (FRF’s), dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB’s) e dos Commercial Papers (CP’s).

De acordo com Muniz (2010), os novos instrumentos financeiros destacaram-se pela forma de captação de curto prazo destinados à atividades de ativos de longo prazo, ou seja, os recursos eram captados através de contratos de curto prazo, enquanto os empréstimos eram concedidos por contratos de longo prazo. Logo, antes que o banco recebesse o montante emprestado, teria que pagar pelos recursos captados.

Ainda segundo este autor, entre 1970 e 1980, juntamente com todo esse processo de liberalização, intensificava-se o processo de internacionalização, ou seja, o processo que facilitou a atuação em outros países. O Euromercado surgiu nessa época, permitindo aos bancos europeus captarem recursos de bancos estrangeiros, diversificando ainda mais sua carteira de passivos (i.e., sua captação de recursos). Os bancos americanos aproveitaram essa demanda por capital externo e iniciaram um processo de internacionalização financeira,

¹⁹ O Acordo de Bretton Woods foi estabelecido em 1944 no qual o presidente dos EUA Franklin D. Roosevelt e do primeiro ministro inglês Winston Churchill desejavam garantir a prosperidade pós-guerra através da cooperação econômica. Seus principais objetivos consistiam em estabelecer um sistema de taxas de câmbio (o qual levou ao padrão dólar-ouro) e à reconstrução dos países prejudicados pela Segunda Guerra Mundial.

²⁰ Modelo adotado entre a Segunda Guerra Mundial até os anos 60, período no qual o mundo apresentou elevada expansão econômica, liderada pelos EUA.

abrindo filiais de seus bancos em diversos países.

Na década de 80, o processo de criação de novos instrumentos financeiros apresentou um forte dinamismo, especialmente através da criação de inovações rumo à prática de *hedging finance* (CORRÊA, 1995). Entende-se por *hedge* as operações cuja finalidade é a proteção do valor de um ativo contra uma possível redução futura ou garantir o preço de uma dívida a ser paga, seja em dólares, *commodities*, títulos do governo ou ações²¹. Assim, o *hedging finance* amplia a segurança na realização de um determinado investimento, fator este crucial visto o ambiente de grande incerteza que prevalecia na época.

Muniz (2010) destaca que nesse período ocorreu uma maior pressão das autoridades reguladoras para que as instituições bancárias elevassem suas reservas de capital próprio. Todavia, essa exigência acabou por levar as instituições bancárias a camuflarem seus resultados operacionais, através da i) operações de securitização e ii) derivativos. Operações de securitização são um processo pelo qual um emissor cria um instrumento financeiro combinando ativos financeiros e comercializando aos investidores partes ou quotas desse novo instrumento, garantindo liquidez no mercado²². Derivativos são instrumentos financeiros cujo preço de mercado deriva do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro (SANTOS, 1998).

Essas operações permitiram aos bancos captarem recursos sem, no entanto, registrarem em seus balanços, camuflando os riscos envolvidos em suas operações. Além disso, passaram a ter importância os chamados investidores institucionais que, segundo Carvalho (2000), abarcam os fundos de pensão, fundos de investimentos e os fundos desenvolvidos pelas companhias seguradoras, os quais investem no mercado de capitais e atuam na gestão de

²¹ Os mercados futuros e de opções possibilitam uma série de operações de *hedge*. Por exemplo, através de mercado futuro de dólar (negociado na BM&F), uma entidade que possui dívidas em dólar pode reduzir o risco de uma perda provocada por uma elevação da cotação da moeda norte-americana, desde que compre contratos futuros de dólar em valor equivalente à sua dívida. Proteções semelhantes podem ser feitas para reduzir riscos de outros mercados, com taxas de juros, bolsas de valores, contratos agrícolas e outros, dependendo das necessidades da instituição que está à procura do *hedge*.

²² Lannes Jr (1997) aponta, ainda na década de 90, uma tendência à securitização - isto é, à utilização de instrumentos negociáveis em mercados secundários, capazes, portanto, de ter seu valor determinado abertamente em mercados globalizados. Isto permitiu, por seu turno, que empresas e governos dos países emergentes ganhassem acesso direto aos mercados de capitais. Os grandes bancos perderam, assim: o monopólio da intermediação entre a poupança dos países ricos e as oportunidades de investimento nos países em desenvolvimento.

recursos de terceiros. São considerados investidores institucionais o Estado e outras instituições públicas, os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento, os fundos de pensões e outras entidades que invistam no mercado de capitais comprando e vendendo grandes quantidades de valores mobiliários. Carvalho (2000) explica que os investidores institucionais são investidores que estão atrás de retornos elevados para seus capitais e, portanto, sujeitos a correrem maiores riscos.

Segundo Lannes Jr (1997), os investidores institucionais, como seguradoras e fundos de pensão, vêm aumentando sua influência nos mercados financeiros especialmente nos países desenvolvidos. Nos EUA, a proporção dos ativos financeiros das pessoas físicas administrada pelos investidores institucionais aumentou de 20% para 40%, entre 1980 e 1995, enquanto que o valor dos ativos totais dessas organizações passou de 59% para cerca de 130% do PIB americano no mesmo período. Por movimentarem somas expressivas num curto período de tempo, são grandes responsáveis pela elevada flutuação no mercado de títulos.

No final da década de 1990²³, a liberalização do sistema financeiro intensificou ainda mais a interdependência financeira entre as nações (PORTUGAL, 2012). Essa liberalização veio com a premissa de que o aumento no fluxo de capitais estrangeiros por ela proporcionado traria desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. A lógica por trás dessa premissa considera que quanto maior a possibilidade de os investidores ajustarem sua carteira de ativos face a choques econômicos, menor o impacto que esses choques causam nos preços e, portanto, em sua volatilidade (MILES, 2002).

Algumas instituições financeiras, em consequência dessa liberalização, adquiriram um papel de tamanha intensidade que a economia de seus países de origem passou a depender também dessas instituições per se, e não apenas do sistema financeiro em geral. Esse fenômeno ficou conhecido como “too big to

²³ Segundo Sapir (2011), até meados de 1980, a UE constituía pouco mais que uma área de livre mercado, porém com nenhuma integração política (a única política transferida à Comissão Europeia, o executivo da UE, foi a política de competição: a CE tornou-se responsável garantir que nenhum dos membros distorcesse a competição no mercado da UE). Após 1985, foram eliminadas todas as barreiras à livre circulação de bens, serviços e força de trabalho e em 1992, ao capital.

fail”: instituições adquirem importância tão grande na economia que deixá-las falir envolve custos políticos insustentáveis, ao ativar a ação governamental no sentido de salvá-las com dinheiro público²⁴.

Nesse estágio do sistema financeiro descrito acima, tem-se a introdução do euro como moeda comum à União Europeia, em 1999. Dentre as diversas vantagens que uma moeda comum pode fornecer, a Comissão Europeia ((CE), 2012) destaca que: “[...] com a criação do euro, não só desaparecem os riscos de flutuação e as despesas de câmbio [...], como é reforçada a cooperação entre Estados Membros tendo em vista assegurar a estabilidade da moeda e da economia, em benefício de todos”²⁵. A adoção do euro fez-se imprescindível devido à necessidade de uma maior cooperação econômica e monetária entre os países da UE (CE, 2012). Essa cooperação asseguraria o desenvolvimento do mercado interno, ao gerar mais empregos e prosperidade aos cidadãos europeus²⁶.

Este processo de criação de instrumentos financeiros e flexibilização nas formas de captação dos bancos criaram, conforme Muniz (2010), um ambiente que dificultou cada vez mais a atuação dos Bancos Centrais em controlar a atuação bancária e a oferta de moeda. Esse autor afirma que todo tipo de agente passou a ter a possibilidade de captar recursos, inclusive aqueles com condições precárias de pagamento ou de se autofinanciar. Desta forma, as inovações financeiras, especialmente aquelas que surgiram após a década de 80, têm a característica de tornarem o sistema financeiro muito mais instável.

Todavia, esse aumento considerável do fluxo de capitais em tão curto tempo não foi acompanhado por uma regulamentação eficiente, capaz de garantir o pleno funcionamento do mercado de capitais (MUNIZ, 2010).

Nesse meio, iniciou-se a crise econômica global em 2007, através do

²⁴ Exemplos de instituições dessa natureza na zona do euro são o Banco Santander (Espanha), o Deutsche Bank (Alemanha) e o BNP Paribas (França.) Segundo lista do Financial Stability Board (FSB, 2011) contendo as instituições globalmente imprescindíveis para o sistema financeiro atual, das 29 entidades identificadas, 11 estão na zona do euro.

²⁵ É importante ter em mente que essa estabilidade não é garantida apenas aderindo ao euro, mas sim conjuntamente ao cumprimento das normas do Tratado e do Pacto de Estabilidade e Crescimento pelos países signatários.

²⁶ A CE (2012) explica que a estabilidade econômica obtida após a adoção de uma moeda comum é benéfica ao governo, pois o permite planificar o futuro da economia, o que beneficia também as empresas, dado que reduz a incerteza e as incentiva a investir. Isso, por sua vez, acaba por beneficiar os cidadãos, sob a forma de aumento do emprego e de postos de trabalho de maior qualidade.

colapso do sistema de hipotecas dos EUA, e espalhou-se pelo mundo, em 2008, pelos desequilíbrios no fluxo de capitais externos. Intrinsecamente ligado ao sistema financeiro, o mercado imobiliário sofria com a falta de uma regulamentação eficiente. Aliada a isso, ainda presenciava-se a incapacidade do Federal Reserve (Fed), banco central americano, em controlar as operações financeiras da economia americana (FORBES, 2010). Assim, um dos principais problemas consistiu no não reconhecimento pelos governos e reguladores dos riscos embutidos no sistema financeiro internacional.

Lannes Jr. (1997) explica que três fatores impulsionaram a globalização financeira, ou seja, a expansão dos fluxos de capitais, a partir do início da década de 80: o aumento do volume e valor do comércio, as inovações financeiras e a tendência à desregulamentação dos mercados.

O crescimento dos fluxos comerciais trouxe maior demanda por divisas estrangeiras, especialmente para financiar os desequilíbrios em conta-corrente (como o ocasionado pelas crises do petróleo, na década de 70); por outro lado, o maior acesso ao crédito internacional impulsionou o aumento do comércio. No caso financeiro, a disseminação de inovações estimulou o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais, face à maior disponibilidade e variedade de produtos financeiros; e impulsionou os sistemas financeiros nacionais a buscarem maior eficiência face à concorrência externa. Já a tendência à desregulamentação financeira facilitou o acesso das empresas e dos governos aos mercados internacionais. Esse fator, aliado a maior demanda do comércio por divisas e as inovações financeiras, gerou maior pressão dos sistemas nacionais por maior liberdade de atuação (LANNES JR., 1997).

Em meio a esse processo, tem-se a criação do acordo de Basileia I, em 1988, que definiu mecanismos para mensuração do risco de crédito e determinou a manutenção de capital mínimo pelos bancos para suportar riscos futuros. O Acordo visou reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional, assim como reduzir as diferenças competitivas entre os bancos internacionalmente ativos, existentes devido a distintas regras de exigência de capital mínimo pelos agentes reguladores nacionais. Em 2004, foi divulgado

Basileia II com os objetivos de maior flexibilidade para a exigência de capital e maior abrangência quanto ao fortalecimento da supervisão bancária. O Acordo também exigiu uma maior transparência na divulgação das informações ao mercado (BCB, n.d.).

Frente ao progresso dos instrumentos financeiros ao longo dos anos, assim como do aparato regulatório do sistema financeiro, a questão central que a crise atual levanta é a crença na qual os mercados são eficientes, sem considerar que eles possam ser distorcidos através de incentivos perversos. (FORBES, 2010). Na seção seguinte, esta questão será discutida, tendo em vista ser ponto essencial no entendimento da origem da crise norte-americana do *subprime*.

2.2 CRISE NORTE-AMERICANA DO SUBPRIME

A crise financeira de 2007/2008, cujo ápice ocorreu após a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008, não pode ser definida como fruto de apenas um determinado fator. A crise não derivou simplesmente do elevado número de hipotecas *subprime*, estas foram apenas o canal pelo qual a crise se manifestou. Tampouco foi propiciada pela expansão dos derivativos, apesar de os mesmos terem ampliado a assunção de riscos. Diversos fatores contribuíram para o estouro da bolha imobiliária americana (MALAN, 2010).

Esta seção irá tratar de quatro motivos bastante discutidos no meio acadêmico como cruciais no entendimento da crise norte-americana: a) o desequilíbrio macroeconômico mundial, no qual países como os Estados Unidos, Inglaterra, Espanha, Austrália, França e Itália apresentavam elevados déficits em conta corrente contra superávits de países como a China, Japão, Alemanha, Rússia, Noruega e Arábia Saudita; b) o perigo moral que permeia o sistema financeiro, dado que este age de maneira arriscada por confiar na intervenção do governo perante possíveis problemas; c) os incentivos adversos gerados pelas operações de securitização e pela remuneração dos gestores financeiros (a qual gerava uma maior propensão à tomada de risco); d) a desregulamentação do sistema financeiro, que permitiu uma exagerada propensão ao risco dentre os

agentes financeiros, inclusive os bancos.

2.2.1 Desequilíbrio macroeconômico mundial

O elevado desequilíbrio macroeconômico pode ser observado, conforme Nóbrega (2010), a partir da segunda metade dos anos 90, quando os países emergentes passaram a exibir superávits em conta corrente. Esse resultado foi influenciado pelas crises que enfrentaram nas décadas anteriores (especialmente frente aos choques do petróleo, na década de 70, e às crises cambiais na década de 90), ampliados pela desvalorização de suas moedas domésticas, notadamente a China. Em 2008, os países emergentes acumularam US\$ 5,3 trilhões de reservas internacionais, das quais US\$ 2 trilhões pertenciam à China.

Por não estarem seguros perante sua condição de exportadores de capitais, estes países preferiram aplicar boa parte dessas reservas em títulos públicos americanos e em seu sistema financeiro, de forma que essas aplicações constituiriam um colchão de liquidez para eventuais novas crises que pudessem sofrer, já que esses ativos apresentavam menores riscos e maior liquidez. Esse expressivo movimento de capitais para a economia americana influenciou suas taxas de juros, descolando as taxas de juros de curto com as de longo prazo. Em consequência, observou-se que as taxas de juros de curto prazo eram superiores às de longo prazo. A política monetária não exercia mais plena influência no funcionamento dessas taxas (NÓBREGA, 2010).

Concomitantemente, as baixas taxas de juros de longo prazo incentivaram o governo americano a adotar medidas para ampliar o acesso à casa própria de sua população, resultando numa queda da qualidade do crédito adquirido das instituições financeiras (como, por exemplo, devido à baixa exigência de documentação requerida). Em consequência, aumentou-se a demanda por imóveis, gerando uma bolha, enquanto as baixas taxas de juros estimulavam a realização de mais de uma hipoteca sobre o mesmo imóvel. A valorização do imóvel fornecia garantias para novos empréstimos, o que alimentava a bolha (NÓBREGA, 2010). Todavia, quando os preços despencaram, ocorreu uma

desvalorização em massa dessas casas, conseqüentemente das hipotecas, assim como dos ativos bancários lastreados nas mesmas.

O elevado diferencial de poupança entre países que gerou os desequilíbrios macroeconômicos que financiaram o mercado financeiro norte-americano pode ser, então, considerado como um risco sistêmico, pois afetou tanto o sistema financeiro como a economia real, sua produção de bens e geração de empregos (TAYLOR, 2010). Aliado a este risco, tem-se o risco presente nas ações dos agentes financeiros que realizaram inúmeras operações sem fazer uma checagem apropriada quanto à segurança de suas operações, assim como quanto à capacidade de honrar compromissos por sua contraparte. A subseção seguinte abordará o referido tema.

2.2.2 Perigo moral

Em um mercado competitivo, considera-se que tanto os compradores como os vendedores estão perfeitamente informados sobre a qualidade dos produtos nele vendidos. Segundo Varian (2006), se o custo de verificar a qualidade de um bem for baixo, os preços se ajustarão para refletir essa; entretanto, se custar muito caro obter essas informações ou for impossível, não é plausível que compradores e vendedores disponham da mesma informação, em dado momento.

Essa circunstância é caracterizada como assimetria de informação, ou seja, o fato de uma das partes envolvidas em uma ação ou transação saber algo que a outra não sabe. Quando esse conhecimento ocorre previamente a um contrato estabelecido²⁷, ou seja, assimetria de informação pré-contratual, denomina-se seleção adversa. No caso desse conhecimento ser adquirido posteriormente ao firmamento de um contrato, ou seja, assimetria de informação pós-contratual, nomeia-se perigo moral²⁸.

Na presente crise, presencia-se o problema de perigo moral, em que um dos lados não é capaz de observar as ações do outro lado. Essa situação é

²⁷ Entende-se por relação contratual uma relação legal evidenciada pela existência de uma oferta, por sua aceitação e pela existência de uma prestação inerente válida.

²⁸ Expressão cunhada por Kenneth Arrow, do inglês *moral hazard*.

observada tanto quando um agente recebe informações privadas (i.e., que só ele detém) após o firmamento de um contrato como quando os agentes agem de forma mais inconsequente, ou seja, mais propensa ao risco. Este último caso indica que há um excesso de confiança de que alguém os socorrerá, caso a leitura que foi feita dos riscos embutidos em suas ações tenha sido errônea ou insuficiente.

Um exemplo de risco moral é a contratação de um seguro: o agente segurado é propenso em incorrer em comportamentos mais arriscados do que incorreria se não estivesse segurado, pois é outro agente (o segurador) que irá arcar com pelo menos parte dos custos e consequências resultantes. Essa pode ser uma razão para que as seguradoras cobrem preços diferenciados por um seguro de vida ou um seguro de carro: o preço dependerá do estilo e condições de vida do comprador. Adicionalmente, cobra-se uma taxa pelo uso do serviço, com o objetivo de tornar o consumidor mais cauteloso ou reduzir sua propensão ao risco, pois caso contrário, sem a obrigatoriedade do pagamento dessa taxa, o consumidor teria incentivos a não tomar cuidado.

De acordo com Varian (2006), pela teoria da microeconomia padrão, quanto maior o número de indivíduos dispostos a comprar seguros, mais seguradoras estariam dispostas a vendê-los, dado que os consumidores tomassem a mesma quantidade de cuidado. Entretanto, uma maior possibilidade de adquirir um seguro leva os agentes a tomarem menos cuidado, de forma que as seguradoras não conseguem observar o nível de cuidado escolhido. Assim, elas impõem essa taxa, de forma a compartilhar pelo menos parte do risco.

Nos contratos de trabalho ocorre situação semelhante: a quantidade de esforço exigida não pode ser objeto de uma cláusula contratual, pois o esforço do empregado não é tipicamente observável. O empregado pode, portanto, escolher o nível de esforço abaixo do esperado ou até mesmo não se esforçar na realização das suas tarefas, o que prejudica os interesses do empregador. Portanto, é interessante um contrato cujo salário tenha como base o nível de produtividade do indivíduo (VARIAN, 2006).

Observa-se esse tipo de contrato nas grandes empresas financeiras.

Todavia, os gestores muitas vezes incorrem em riscos excessivos para terem uma maior probabilidade de obter um bom resultado e, assim, maximizarem o bônus decorrente de sua produtividade. Esses riscos possivelmente poderão gerar perdas expressivas ou até mesmo falência. Portanto, o risco moral pode levar a ações tomadas pelos gestores que não coincidem com os melhores interesses dos proprietários das empresas.

No sistema financeiro atual, os bancos estão menos cautelosos quanto aos riscos em aumentar a taxa de alavancagem, ou seja, a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio. Toma-se emprestado para atrair mais investidores e clientes ao oferecer crédito barato. É interessante inicialmente, pois aumenta-se o número de clientes, garantindo mais lucros, e, portanto, mais investimentos.

O problema é a falta de limite para esse tipo de comportamento, pois os bancos sabem que não é interessante para nenhum governo deixar um banco quebrar. Logo, os bancos não se preocupam em manter uma taxa de alavancagem mais baixa ou em atrair mais clientes dentro de um mercado com concorrência apropriada. O risco moral é então gerado. E os bancos, contrariamente ao entendimento de que o sinal governamental seria mais um instrumento para garantir a estabilidade, concluem que o governo estaria disposto a resgatar o sistema econômico em caso de irresponsabilidade.

Uma das primeiras empresas que quebrou na crise do *subprime* americana foi a American International Group (AIG), que segurava diversos bancos. No momento em que estes bancos tiveram sua liquidez severamente afetada, dificultando ou até mesmo impossibilitando ressarcir quem investiu, recorreram aos contratos com seguradoras como a AIG. Como o montante requerido beirava centenas de bilhões de dólares, a seguradora teve que recorrer ao governo, pois mesmo sem possuir disponível elevada quantia, o governo pode criar dinheiro, já que detém o monopólio da criação de moeda.

O resultado foi a emissão de títulos do tesouro, levando a um endividando por décadas, mas garantindo uma solução imediata. Assim, a inadimplência nas hipotecas americanas gerou uma crise de solvência entre os bancos americanos e

de diversos outros países ricos que foram, pouco a pouco, socorridos pelos diversos governos. A crise alastrou-se de maneira quase instantânea na Europa, e a resposta dos governos afetados foi assumir os erros dos bancos, garantindo o sistema financeiro europeu, mas, todavia, reforçando o perigo moral tão presente nesse setor. Nas duas subseções a seguir, será tratada mais a fundo a questão do sistema financeiro e seus instrumentos que viabilizaram a formação da crise norte-americana.

2.2.3 Incentivos adversos

A diferença do *boom* de imóveis observado no início do século XXI para os das décadas anteriores reside na diferença de atuação dos bancos. Nas últimas décadas, ocorreu uma proliferação da engenharia financeira de produtos estruturados, cada vez mais complexos e modernos, que geravam uma sensação de segurança aos investidores, dada sua sofisticação. Lowenkron (2010) explica que dentre esses novos produtos, as *collateralized debt obligations* (CDO) - obrigações de dívida colateralizadas - foram classificadas como “derivativos tóxicos” e que a falsa sensação de segurança destes novos produtos estimulou a excessiva alavancagem observada nas instituições financeiras americanas.

O excesso de alavancagem pode ser entendido pela combinação de dois fatores: o mercado de crédito norte-americano ser acessível a um elevado número de empresas e consumidores, e dentre eles os com risco de crédito mais elevado; e os bancos americanos securitizarem suas carteiras de recebíveis oriundas desses consumidores de risco de crédito mais elevado nos denominados *Asset-Backed Securities* (ABS).

Segundo Firmo e Morandi (2010), quando um banco realiza uma operação, como um empréstimo, ele tem duas opções: *hold-to-maturity* (manter até o vencimento) o ativo (um recebível), ou seja, continuar a mantê-lo até a sua maturação e *originate-to-distribute* (OtD), ou seja, vender (securitizar) esse

ativo no mercado, através de sua transformação em títulos²⁹. Segundo Loyola (2010), nesse modelo, a instituição concede crédito já com o objetivo de transferi-lo a terceiros. Essa transferência leva a uma dissociação nas funções de concessão e de monitoramento do crédito, ação desempenhada por uma mesma instituição quando feita pelos bancos comerciais tradicionais. Esses títulos eram adquiridos por empresas financeiras as quais os transformavam em títulos de captação de curto prazo³⁰ e vendiam no mercado para investidores. A explosão do mercado de hipotecas de baixa qualidade (*subprime*) estimulou a utilização do modelo OtD.

A securitização de recebíveis criou incentivos adversos no mercado, já que as instituições que concediam crédito passaram a não mais se preocupar com a qualidade dessas operações, pois pela securitização passariam adiante o risco adquirido. Além disso, possibilitava uma maior alavancagem sem precisar elevar sua base de capital (NÓBREGA, 2010).

Além da securitização, outro fator ampliou a existência de incentivos adversos no sistema financeiro: a remuneração dos agentes das instituições financeiras. Segundo Nóbrega (2010), estes eram remunerados não apenas por um salário fixo, mas ainda por um valor atrelado à quantidade e ao valor das transações que realizavam. Logo, para aumentar seu bônus, os agentes tinham incentivos a aumentarem a tomada de risco. Com as operações de securitização, essa propensão ao risco era estimulada ainda mais, pois quaisquer que fossem os riscos tomados em uma operação, elas estavam securitizadas.

Em teoria, com a securitização dos ativos, distribuía-se melhor o risco, pois parte estaria com os bancos, parte com as instituições de securitização e parte com os investidores que compravam os ativos securitizados. O problema, quando a bolha estourou, foi que a maioria do crédito securitizado estava nas mãos de instituições financeiras fortemente alavancadas, especialmente com as

²⁹ Os Bancos dividiam esses ativos em quotas superiores, intermediárias e inferiores. As primeiras tinham preço elevado e baixas taxas de juros, enquanto as últimas tinham preços baixos, porém elevadas taxas de juros. Em caso de *default*, as quotas inferiores seriam as primeiras a serem afetadas, de forma que as quotas superiores eram consideradas as mais seguras, e portanto classificadas com nota AAA pelas agências de classificação de risco.

³⁰ Esses títulos de captação de curto prazo eram denominados de Asset-Backed Commercial Papers – ABCP ou Papéis Comerciais Lastreados em Ativos.

que constituíram verdadeiros bancos paralelos, ao invés de estar com os investidores que haviam comprado esses ativos (NÓBREGA, 2010). Esse problema de desregulamentação será abordado na seção a seguir.

2.2.4 Desregulamentação do sistema financeiro

Nos EUA, o sistema financeiro tinha como diretriz a Glass-Steagall Act, lei de 1933 que limitava a taxa de juros nos depósitos de poupança e segregava as atividades de bancos comerciais das de bancos de investimento. O primeiro aspecto estava prejudicando os bancos comerciais americanos que, especialmente a partir dos anos 70, passaram a competir por recursos com os elevados juros pagos pelos títulos do Tesouro americano e com os fundos de *money market* que remuneravam aplicações de curto prazo. Já o segundo aspecto passou a ser flexibilizado pelo Fed, a partir dos anos 90, pois os bancos comerciais americanos estavam perdendo mercado para os bancos de investimento e para os bancos estrangeiros não regulados pelo Glass-Steagall Act. Após tantas concessões, em adição ao aproveitamento de brechas na lei pelos bancos comerciais, o Glass-Steagall Act ficou praticamente inócuo, e foi, finalmente, revogado pelo então presidente Bill Clinton, em 1999 (NÓBREGA, 2010).

Nóbrega (2010) argumenta que havia falhas na regulação do sistema financeiro. A partir dos anos 80, criou-se um sistema bancário paralelo (incluindo bancos de investimento, empresas e corretoras de crédito imobiliário, *hedge funds*, instrumentos de securitização etc) em consonância com as inovações financeiras e permeado de excessiva alavancagem. Nele, predominava uma filosofia de que apenas instituições cobertas por seguros de depósitos precisavam ser fortemente reguladas, e as inovações ficariam à mercê da regulação do mercado. Assim, tanto os bancos centrais quanto outros reguladores não acompanharam completamente as transformações estruturais do sistema financeiro nem perceberam corretamente os riscos embutidos nessas transformações.

Firmo e Morandi (2010) alega que muitos dos riscos inferidos pelos

bancos na crise americana do *subprime* estavam abordados no arcabouço regulatório do Acordo de Basileia II. Tem-se, em especial, duas situações compreendidas no acordo, o cálculo do risco e a prudência a ser tomada pelos bancos. Os componentes de risco foram calculados diferentemente de como previa o acordo, levando a medidas de risco muito baixas. A prudência necessária, por sua vez, não foi cumprida, notadamente com relação à transferência de risco, pois boa parte das empresas que compravam os títulos emitidos pelos bancos estavam vinculadas a esses por linhas de crédito. Logo, o risco de que o banco estava “se livrando” ao vender esses ativos acabou ficando embutido nas operações de venda devido a essas linhas.

Além dos problemas existentes na regulação do sistema financeiro, somou-se a esse quadro um problema de perigo moral nas ações dos agentes financeiros, dada suas expectativas de intervenção pelo Fed no mercado. A confiança na atuação “de imediato” do Fed se deu por ela ter sido observada em três momentos das duas últimas décadas quando o pânico se instalou no mercado financeiro, segundo Malan (2010): em 1987, quando a bolsa de Nova York teve a maior queda até hoje observada em um único dia³¹; em 1998, diante da crise Russa e da falência de um grande *hedge fund*; e em 2001, devido a uma pequena recessão do ano, agravada pelo ataque às torres de Nova York em 11 de setembro do mesmo ano. Esses descasamentos entre a atuação do governo e as expectativas do mercado financeiro acabaram por gerar mais pânico no mercado. Atualmente, além da própria questão da regulação do sistema financeiro, debate-se essa falta de transparência do governo em casos de crise.

2.3 CRISE DA ZONA DO EURO

Até o momento, não existe ainda um consenso sobre as causas da crise na zona do euro. Blundell-Wignall (2012) afirma que a origem e a propagação da crise europeia podem ser atribuídas a questões institucionais concernentes à zona

³¹ A queda veio logo depois de os preços terem subido vertiginosamente diante das elevadas taxas de juros praticadas pelo Fed (5.25%), na época.

do euro e à sua inserção no sistema financeiro internacional. Conforme o autor, enquanto a zona do euro não apresenta nenhuma instituição central capaz de obrigar seus países membros a agirem em uníssono, o sistema financeiro internacional gerou uma desregulamentação em seu mercado a ponto de dificultar a fiscalização pelos países das aplicações financeiras realizadas em sua moeda doméstica ou pelos seus agentes econômicos em moeda estrangeira, em período de crédito farto.

Caruana e Avdjiev (2012) reforçam esta ideia ao afirmarem que a estabilidade financeira depende substancialmente da interação entre bancos e governos. Segundo estes autores, a solvência pública representa a principal fonte de segurança para o sistema financeiro e garante uma base sólida à precificação de ativos ao oferecer ativos sem riscos (títulos da dívida pública). Por outro lado, um setor bancário forte garante um fluxo de crédito suave na economia assim como é fonte de receita e financiamento para o governo. Logo, os mesmos concluem que a falta de solidez em qualquer um desses setores pode gerar um ciclo vicioso de incerteza e aflição, ocasionando impactos negativos para a economia e, considerando o elevado nível de globalização atual, para diversos outros países.

No âmbito de sofisticação do sistema financeiro internacional (tanto pela globalização quanto pelo processo constante de criação de novos mecanismos financeiros), a União Europeia (UE) passava por transformações semelhantes. Já em 1961, Mundell (1961) propunha a existência de “zonas monetárias ótimas”, onde nestas seria possível resolver o dilema inflação-desemprego, considerando que as desigualdades entre as economias seriam pequenas tal que tornaria possível de administrá-las por uma política monetária comum. O modelo se baseia na mobilidade de fatores como fator chave: uma região caracteriza uma zona monetária ótima quanto maior for a mobilidade de mão-de-obra entre regiões e menor essa mobilidade dentro de cada região. Adicionalmente, o autor implica que os países não devem ser influenciados por choques muito assimétricos, tal que um país não deva estar em situação muito pior se comparado aos demais; e a política fiscal deve ser centralizada.

A adoção da ideia de Mundell (1961) ocorreu anos mais tarde, em 1999, havendo não só a conclusão do mercado único europeu com a adoção do euro, como também a completa liberalização do mercado de capitais europeu (SAPIR, 2011). A liberalização não foi seguida de uma regulamentação comum para todos os Estados membros da zona do euro, e as condições para a zona monetária ótima tampouco foram atendidas. Estimava-se determinado tempo para que os países convergissem o necessário para acalmar as tensões associadas à perda de instrumentos de política econômica antes domésticos após a adoção da moeda única, entretanto, esse tempo foi subestimado, principalmente devido a forte redução do crédito em razão da crise norte-americana do *subprime*.

Por outro lado, nem mesmo uma união ocorreu em âmbito fiscal ou bancário, de forma que regulamentação desses setores foi deixada a nível nacional. Assim, ocorreu uma união monetária, com a adoção do euro por 17 países membros da União Europeia e de um banco central comum; mas os segmentos fiscais e bancários não foram contemplados com nenhuma integração formal, de modo que os problemas gerados por cada país seriam resolvidos em âmbito doméstico, sem haver nenhuma entidade supranacional (como o BCE, no caso do sistema monetário) capaz de tomar decisões concernentes à zona do euro como um todo.

O Tratado de Maastrich, que entrou em vigor em 1993, definiu as direções a serem tomadas pela União Europeia em direção a uma união econômica e monetária (na época, ainda em estágio de mercado comum). Ao definir que a política monetária seria de competência da UE³² e que a política econômica seria deixada à jurisdição de seus Estados membros³³, criou-se um desequilíbrio estrutural no funcionamento da união econômica e monetária da UE. Por isso, entende-se que o Banco Central Europeu foi instituído de completa independência para decidir a direção da política monetária da UE sem, entretanto, contar com uma entidade política forte que pudesse definir as linhas de ação econômica que dariam suporte à política econômica monetária adotada (PORTUGAL, 2012).

³² De acordo com o Artigo 3 do Tratado de Funcionamento da UE (2010).

³³ De acordo com o Artigo 5(5) do Tratado da União Europeia (2007).

Tentou-se corrigir esse problema através do Tratado de Amsterdã que entrou em vigor em 1999 e estabeleceu regras fiscais³⁴ para os países da UE. Essas regras compunham o Tratado de Estabilidade e Crescimento. Em síntese, instituía-se um controle centralizado da política fiscal da zona do euro, com especial atenção fornecida aos Estados membros com esbanjamento fiscal, através de um conjunto de mecanismos que monitorariam e sancionariam os países da zona do euro que possuísem consideráveis déficits públicos.

Segundo Portugal (2012), dentro de cada país, a regulação e a supervisão bancária são organizadas por tipos de instituições, sem suficiente troca de informação entre os vários reguladores de bancos, companhias de seguros, mercados acionários e fundos de pensão. Toda a regulação financeira é organizada em torno da capacidade do prestador para emprestar e da capacidade do tomador de pagar o empréstimo. Este foco consegue avaliar apenas a ação individual, mas não capta como as consequências geradas pelo conjunto das ações de todos os indivíduos.

Além disso, segundo mesmo autor, as regras regulatórias e de contabilidade existentes, como as referentes a requisitos mínimos de capital e a provisões para créditos de recuperação duvidosa, são as mesmas para as diferentes fases do ciclo econômico³⁵, sem incorporar as peculiaridades existentes em cada fase. A nível global, esses problemas ainda estão sujeitos a falta de um mecanismo internacional para enfrentar dificuldades de instituições sistêmicas que atuam em vários países. Portugal (2012) afirma que, atualmente, os grandes bancos vivem globalmente, mas morrem localmente. A quebra de grandes instituições financeiras internacionais continua sujeita a diversas estruturas jurídicas nacionais, sem um modelo eficaz de cooperação internacional voltado para resolver os problemas decorrentes.

Claro que se esperava que pelo menos os bancos soubessem o que estavam

³⁴ Essas regras compunham o Tratado de Estabilidade e Crescimento da UE (2012).

³⁵ Schumpeter, em seu livro *History of Economic Analysis* de 1939, definiu 4 fases do ciclo econômico: expansão, recessão, depressão e recuperação. Essas flutuações na economia ocorrem por causa de desvios do produto em relação à sua tendência de longo prazo, os quais ocorrem devido a choques externos de demanda e de oferta. Essa ideia foi, posteriormente, reforçada pela teoria neoclássica dos ciclos reais de negócios, desenvolvida por F. Kydland and E. Prescott (1992), Prescott (1986) e por Long e Plosser (1983).

fazendo, mas nem os próprios bancos tinham conhecimento completo de suas posições. Os modelos internos de controle de risco eram inadequados. A publicação de informações pelas instituições financeiras era deficiente, já que não divulgavam informações claras sobre os tipos e magnitudes dos riscos e exposições carregados nos seus balanços e, pior ainda, fora dos balanços. As agências de risco de crédito davam pontuações elevadas para alguns produtos de investimento financeiro baseadas em dados históricos limitados e em modelos inadequados. Os investidores institucionais confiavam demais na reputação das instituições envolvidas e nos graus de investimento concedidos pelas agências de crédito (Portugal 2012).

Todas essas deficiências do sistema regulatório e de supervisão, dos sistemas de controle de risco dos bancos, dos esquemas de remuneração dos dirigentes de instituições financeiras e das agências de análise de risco de crédito já foram mapeadas, e estão sendo gradativamente corrigidas. Organizações como o FMI, o Banco de Compensações Internacionais (BIS), o Financial Stability Board e o Comitê da Basileia começaram a discutir como melhor capturar riscos sistêmicos e como adicionar um enfoque macroprudencial ao tradicional enfoque microprudencial da regulação financeira, embora este seja ainda um trabalho que levará tempo para gerar resultados.

Para piorar a situação, além da falta de integração fiscal e monetária, ainda constava-se uma ineficiência da regulamentação financeira. Ou seja, o único segmento econômico cuja globalização conseguiu integrar as diversas nações do mundo, não estava sujeito a uma regulamentação eficiente capaz de verificar e solucionar possíveis problemas (PORTUGAL, 2010).

3 ECONOMIA BRASILEIRA E PERSPECTIVAS PARA O FUTURO

O Brasil vem se mostrando uma economia sólida e estável. O novo modelo de desenvolvimento que o governou adotou, auxiliou na redução dos impactos negativos da instabilidade financeira que abalou o mercado mundial. O governo

adotou medidas pautadas na redução dos juros básicos, incentivo ao consumo e à produção, além da ampliação dos gastos do governo. Estas e outras medidas ajudaram a prevenir uma forte recessão, semelhante a que assolou diversos países. Nas seções a seguir, serão discutidos os fatores que permitiram o Brasil não ser tão exposto às crises atuais e as perspectivas para o seu futuro.

3.1 SITUAÇÃO ECONÔMICA FRENTE ÀS CRISES ATUAIS

A economia brasileira enfrentou bem a crise financeira internacional de 2007/2008, se comparada a outros países. Dentre os fatores que auxiliaram o país a lidar com a crise, destacam-se a atuação de suas políticas macroeconômicas e a estabilidade de seu sistema financeiro.

Em relação ao primeiro ponto, Garcia (2011) assegura que a continuidade das sólidas políticas macroeconômicas que se seguiram após a adoção do Plano Real em conjunto à nova realidade econômica mundial forneceram condições para o desempenho positivo da economia brasileira. Destacam-se as exportações de *commodities* agrícolas e minerais e o acúmulo de reservas internacionais desde 2002. Entretanto, as perspectivas sobre a China não são muito otimistas, pois o país luta com uma inflação de 6,5% e tenta manter seu crescimento acelerado menos dependente do investimento e das exportações e mais do consumo interno, o que certamente é uma preocupação para o Brasil que tem o país como seu maior parceiro comercial.

A descoberta de significativas reservas de petróleo da camada pré-sal também contribuiu para melhorar cenário favorável da economia brasileira. Outro fator importante veio com a redução da dívida externa, além da expressiva redução da dívida doméstica indexada ao dólar, o que gerou queda na razão dívida/PIB, termômetro da solvência do governo e, portanto, reduzindo significativamente o risco percebido da economia brasileira.

Em relação ao segundo ponto, o Brasil apresentou um marco regulatório bastante robusto que amenizou certas distorções presentes em muitos outros países, aliado a uma competente gestão macroeconômica. Mesquita e Torós

(2010) alega que antes da queda do banco Lehman Brothers, as economias emergentes estavam sendo pouco afetadas pela crise norte-americana do *subprime*, devido à resposta das autoridades monetárias de flexibilizar a política monetária, prover liquidez para as instituições financeiras e revitalizar os mercados interbancários.

Assim, a atividade nos mercados de capitais continuou robusta e os fluxos de capitais para as economias emergentes, preservados. Como resultado, essas economias continuaram crescendo, houve contínua valorização de seus ativos e pressões inflacionárias. O Brasil apresentou, conforme Mesquita e Torós (2010), nesse período, uma elevação do crédito de 32% para 36% do PIB e um crescimento do PIB de 6,8% no terceiro trimestre de 2008, contra 5,4% no mesmo período em 2007.

A taxa de investimento público brasileira cresceu consideravelmente, na qual saiu do patamar de 1,5% do PIB em 2003, para 2,9% do PIB, em 2010 (IPEA, 2011). Já a formação bruta de capital fixo (FBCF) foi de R\$ 42,6 bilhões para R\$ 104,3 bilhões, no mesmo período, sendo que em 1995, representava R\$ 49,5 bilhões (IPEA, 2011). Todavia, o resultante aquecimento da economia gerou aumento da inflação nesse mesmo período de 3,7% para 6,1% e uma queda do superávit de 1,1% do PIB em junho de 2007 para um déficit de 1,4% em junho de 2008 (MESQUITA E TORÓS, 2010).

Com a falência do banco Lehman Brothers, a crise se espalhou pelo Brasil. De acordo com Toledo (2010), a crise foi transmitida por dois canais importantes: a imediata redução da liquidez nos mercados financeiros internacionais e da demanda externa, devido à expressiva queda da atividade no resto do mundo. Em consequência, deterioraram-se as perspectivas para o crescimento interno brasileiro, refletidas na perda de confiança de empresários e consumidores.

A forte desvalorização da taxa de câmbio levou, conforme mesmo autor, a perdas para aqueles que adquiriram contratos de empréstimos utilizando derivativos cambiais, pois quando a taxa de câmbio ultrapassa determinado patamar, deve-se pagar a variação do câmbio sobre o empréstimo tomado. Ou

seja, os ganhos só existem em fases de apreciação do real (tendo como teto um patamar fixo), mas com a crise, o patamar foi rapidamente ultrapassado.

Felizmente, a crise de liquidez foi superada ainda no final de 2008, normalizando a oferta de crédito. Observa-se, primeiramente, que a exposição dos bancos brasileiros a ativos problemáticos era quase nula, evidenciando a elevada concentração de títulos do Tesouro Nacional pelos bancos, o que ajudou o país a não ter profundos danos em seu sistema financeiro. Em segundo lugar, aponta-se o fato de as seguradoras e fundos de previdência brasileiros seguirem robusta estrutura regulatória, diferentemente da AIG norte-americana.

Em terceiro lugar, destaca-se o principal indicador de capitalização, a razão entre o patrimônio e os ativos ponderados pelo risco de crédito (Índice de Basileia), que era bem mais elevado do que o exigido pelas regras brasileiras (11%) e internacionais (8%), tendo flutuado em torno de 17% durante a crise. Guimarães e Lima (2010) explica que a regra de Basileia determina que os bancos disponham de um certo nível de capital, o que confere limites à alavancagem dos bancos e funciona como uma espécie de “colchão” para amenizar perdas. Todavia, se essas perdas forem maior que o colchão, o banco se torna insolvente, o que incorre em prejuízos para os depositantes e, em caso de uma crise sistêmica, para toda a sociedade.

Inferese a confortável posição do sistema financeiro brasileiro ao comparar-se as perdas por ele sofridas em relação às perdas sofridas pelo sistema financeiro americano. Antes da crise, segundo Toledo (2010), os três maiores bancos americanos valiam cinco vezes mais que os três maiores bancos brasileiros (US\$ 636 bilhões contra US\$117 bilhões). Após a crise, tem-se uma situação de pouco mais de 2,3 vezes (US\$ 230 bilhões contra US\$ 100 bilhões), dado que os bancos americanos tiveram seu valor de mercado reduzido em 64%, enquanto os brasileiros em apenas 13,5%.

Este autor conclui que o setor bancário saiu da crise com uma carteira de crédito de boa qualidade, todavia ocorreu redução da participação dos bancos de menor porte, além de uma maior concentração do sistema, devido à fusão do Itaú e Unibanco, além da compra do Banco Votorantim pelo Banco Central. Esse

resultado positivo do sistema financeiro brasileiro fortaleceu sua credibilidade perante o público, de forma que o Brasil, diferentemente de outros países, não precisaram concentrar todos os esforços em reerguer seu sistema financeiro, mas sim preocupar-se na retomada do crescimento em outras áreas.

De acordo com Garcia (2011), a crítica feita ao Banco Central brasileiro é que ele teria errado ao manter inalterada a Selic durante o último trimestre de 2008, tendo em vista o colapso do nível de atividade. O autor argumenta que, entretanto, o Banco Central ficou limitado a atuar, dado que o dólar chegou a custar quase R\$ 2,50, correspondendo a uma depreciação de 62% do real entre agosto e dezembro de 2008. Ainda, os juros só caíram até 8,75% para não colocar em risco o controle inflacionário, tendo em vista que as políticas fiscal e parafiscal (expansão de crédito subsidiado via bancos públicos, especialmente pelo BNDES) foram expandidas rapidamente.

Tendo em vista essa crítica, Garcia (2011) afirma que o Banco Central, frente a piora do cenário internacional devido à crise na zona do euro, baixou os juros confiando que as políticas fiscal e parafiscal não teriam uma postura expansionista como em 2007/08. Mas os aumentos salariais acima da produtividade não auxilia essa expectativa, pois com o mercado de trabalho aquecido, trazer a inflação para a meta de 4,5% se torna um trabalho complicado.

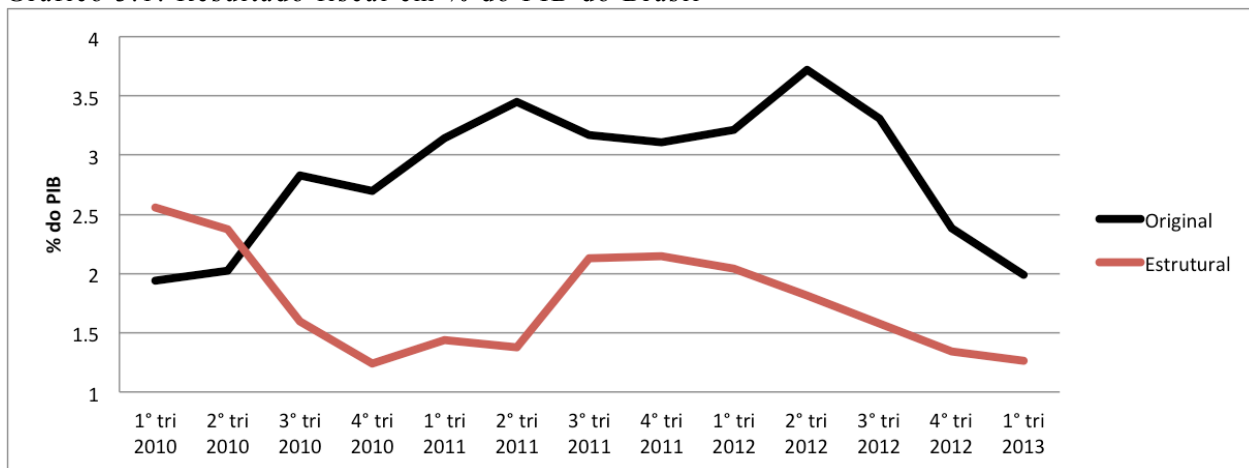
Segundo mesmo autor, infelizmente, há pouca evidência de que o governo modifique suas políticas fiscal e parafiscal conforme espera o Banco Central. É importante lembrar que o sucesso da política monetária reside especificamente na crença pelos agentes econômicos de que o Banco Central mantenha a inflação próxima à meta. Todavia, a atuação do governo através de suas políticas fiscal e parafiscal limitam a atuação do Banco Central, o que afeta a credibilidade de que este possa decidir autonomamente sobre a fixação da taxa de juros. Quanto à taxa de câmbio, sua trajetória futura estará condicionada ao desenrolar da crise e seus impactos sobre o crédito internacional, além do nível de atividade e preços de *commodities* e à condução das políticas monetária e fiscal. A atual depreciação do real preocupa por seu impacto inflacionário.

3.2 PERSPECTIVAS FUTURAS

Desde o início da recente crise econômica global, diversos governos elevaram seus gastos na tentativa de estimular a curto prazo a economia. Entretanto, é controverso se esses gastos levam a externalidades positivas ou negativas. O tema vem sendo discutido seguindo a contribuição seminal de Barro (1990), especialmente sobre a composição desse gastos. Os impactos duradouros na economia dependem se a elevação dos gastos do governo estão sendo feitos nas consideradas “despesas fundamentais” (serviços públicos gerais, educação, saúde, habitação, transportes, comunicação, e combustível e energia) ou em outros setores.

Conforme Rodrigues e Teixeira (2010), os gastos públicos do governo vêm aumentando, impulsionados pela elevação do seu consumo, da concessão de subsídios e de transferências. Em 1950 e 1980, os gastos públicos representavam, em média, 18% do PIB; esse valor saltou para 26% nas duas décadas seguintes. Aliado ao aumento dos gastos, a carga tributária subiu de 27% do PIB, em 1996, para 33,6%, em 2009, segundo Mendes (2011). Já o superávit primário vem caindo, como se observa no gráfico 3.1 abaixo.

Gráfico 3.1: Resultado fiscal em % do PIB do Brasil



Fonte: IBGE / Banco Central.
Elaboração própria.

Além do desempenho desanimador desses indicadores da economia brasileira, há outro fator que vem abalando a confiança em sua capacidade de crescimento: a utilização da contabilidade criativa. De acordo com Duarte e Ribeiro (2007), entende-se que devido às assimetrias de informação entre utilizadores externos e internos, as normas e conceitos contabilísticos são passíveis de diferentes interpretações, dependendo de quem os utiliza, de forma que iguais informações patrimoniais levem a distintas revelações contabilísticas, o que caracteriza, assim, a contabilidade criativa. Essa prática vem sendo intensificada nos últimos anos, em consequência da globalização dos mercados, da inovação financeira e das novas formas de titularidade e gestão dos capitais.

Conforme Naser (1993, p. 2): “a transformação das cifras da contabilidade financeira uma vez que são, na atualidade, o que se deseja que sejam, aproveitando as normas existentes e/ou ignorando algumas delas”. Dentre os casos mais famosos sobre fraude contábil, tem-se, segundo Kraemer (2005), os casos da WorldCom - segunda maior empresa de telefonia de longa distância nos EUA, e da Xerox, maior fabricante de copiadoras do mundo.

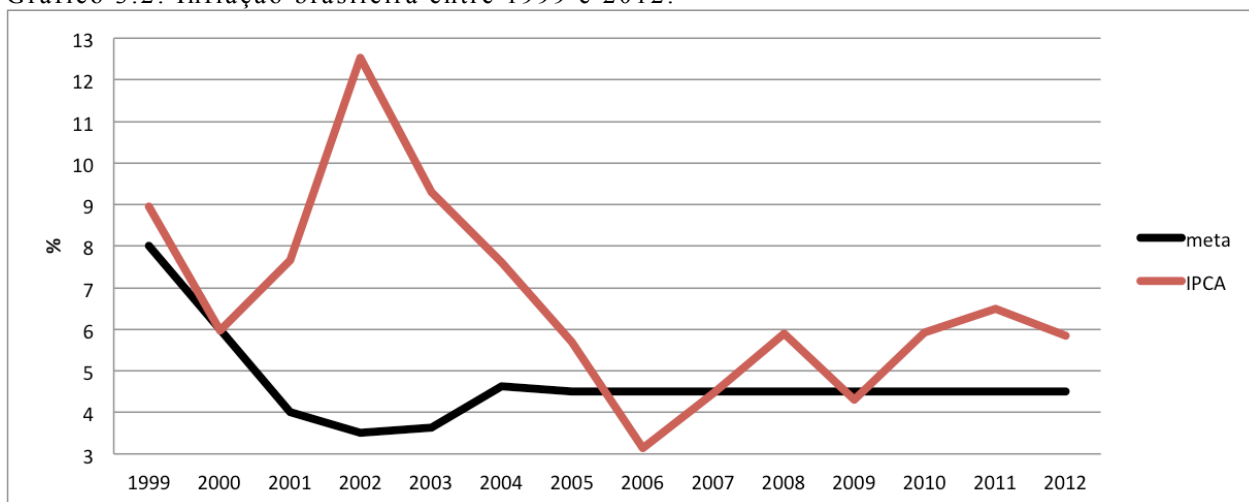
No Brasil, a maquiagem dos números também ocorre, tendo em 2010, ocorrido uma troca de títulos entre o Tesouro Nacional e a Petrobras que adicionou 0,9% do PIB ao superávit primário – índice que designa a capacidade do governo de honrar a dívida pública. A revista *The Economist* censurou o governo brasileiro que, para atingir a meta de superávit primário em 2012 (R\$ 39,9 bilhões) ³⁶, precisou recorrer à omissão de algumas despesas em infraestrutura, à antecipação de dividendos de estatais (R\$ 7 bilhões) e a um saque de R\$ 12 bilhões do Fundo Soberano do Brasil – criado para períodos de dificuldades econômicas (ECONOMIST, 2013).

Além desta administração de índices, o Brasil há muito já não contempla o tripé macroeconômico: inflação, superávit primário e câmbio flutuante.

Em relação ao primeiro tripé, a inflação vem distanciando-se da meta há muitos anos, conforme se observa no gráfico 3.2.

³⁶ Operação permitida pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

Gráfico 3.2: Inflação brasileira entre 1999 e 2012:

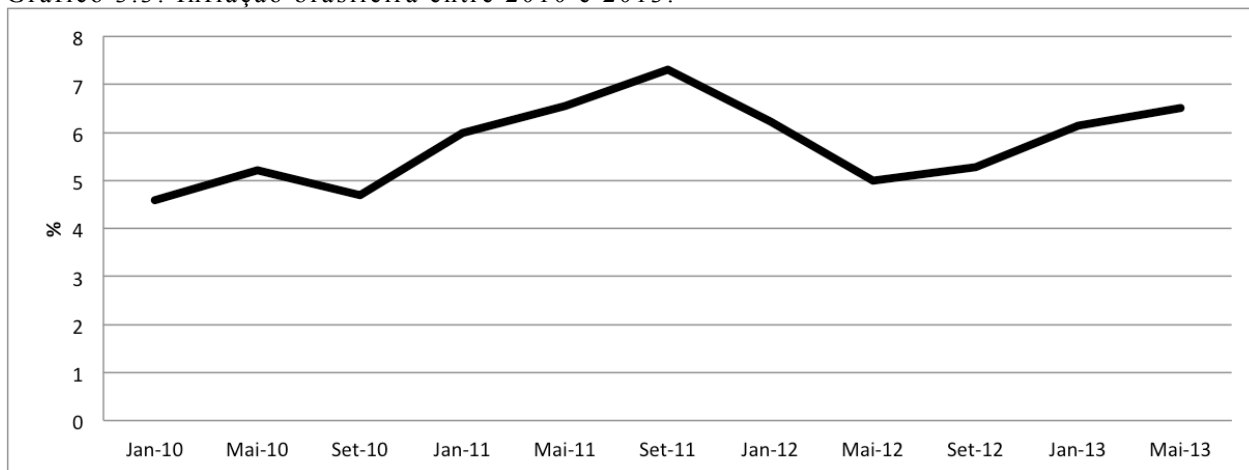


Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

Nota-se uma tendência de alta nos últimos anos, conforme o gráfico 3.3. A revista THE ECONOMIST afirmou que a inflação (de 5,84%) só não atingiu 6,5% em 2012, porque o governo segurou os preços da gasolina e do transporte público (ECONOMIST, 2013).

Gráfico 3.3: Inflação brasileira entre 2010 e 2013:



Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

Dentre os fatores que influenciam na manutenção da inflação brasileira entre 5%-6% há anos, destaca-se o preço dos serviços, que vem flutuando ao redor de 8% - resultado oriundo do ganho real dos salários, tanto o mínimo como o de mercado, em razão da escassez generalizada de mão de obra (ESTADÃO,

2013c). Com essa estrutura, um choque de oferta tem mais efeito irradiador do que se imagina, como pode ser visto no primeiro semestre de 2013, em que a inflação não recuou, frente à quase estagnação da economia.

O segundo tripé vem enfrentando problemas em ser alcançado. Segundo o Tribunal de Contas da União (TCU), a meta do superávit primário foi reduzida de R\$ 97 bilhões para R\$ 57,7 bilhões, com o desconto dos gastos com o PAC, logo gerando uma situação em que o governo conseguiu cumprir sua meta tranquilamente, dado que contabilizou um resultado primário de R\$ 85 bilhões (ESTADÃO, 2013a). Ou seja, não houve efetiva redução de gastos.

Segundo a The Economist (2013), a resposta do governo brasileiro ao cenário negativo alimenta receios de que o Brasil possa estar ingressando em um momento de baixo crescimento e elevada inflação. Além disso, teme-se que haja um possível enfraquecimento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), especialmente tendo em vista a eleição presidencial em 2014 e o desejo do governo em atingir um crescimento, agora revisado para baixo de 2,3% do PIB (ESTADÃO, 2013B), em 2013. Adicionalmente, em junho de 2013, a Eletrobrás tomou emprestado R\$ 2,5 bilhões do BNDES e pagou dividendos atrasados aos acionistas, sendo que, dentre eles, encontram-se a União e o próprio BNDES (ESTADÃO, 2013b).

O governo reduziu a meta de superávit primário fixado para 2,3% do PIB ante 3,1% (VALOR ECONÔMICO, 2013), todavia, continuou com a contabilidade criativa, sob o pretexto de agilizar transferências de recursos entre o Tesouro e o BNDES, mudou regras referentes ao recolhimento de dividendos pelo banco, originando uma receita extraordinária de R\$ 1,2 bilhão para o Tesouro. O TCU, ao aprovar, com ressalvas, as contas do segundo ano do governo Dilma, ressaltou o desgaste da política fiscal brasileira e o risco gerado pela continuidade da utilização da contabilidade financeira (ESTADÃO, 2013a).

No seu Relatório de Inflação do segundo trimestre de 2013, o Banco Central adicionou o conceito de superávit primário estrutural, que consiste numa meta ajustada pelo ciclo econômico e preços de ativos importantes em equilíbrio (como *commodities*), descontando também receitas e despesas temporárias, em

seus modelos de projeção econômica. Esse índice apresenta certas dificuldades, tendo em vista a necessidade de definir dados cujo cálculo pode ser controverso perante o Produto Interno Bruto (PIB) potencial. Os resultados do ano foram encerrados em março de 2013 e demonstraram um resultado "efetivo" do superávit primário em 1,99% do PIB, contra um superávit primário estrutural 1,26% do PIB, segundo Itaú (VALOR ECONÔMICO, 2013)

Ainda no Relatório de Inflação, o Banco trouxe a projeção para o déficit em conta corrente da economia brasileira em US\$ 75 bilhões (3,2% do PIB), ante US\$ 67 bilhões (2,8% do PIB) estimada no relatório anterior. Esse resultado negativo se deve, dentre outros fatores, à expressiva redução da projeção do superávit da balança comercial para o ano (de US\$ 15 bilhões para US\$ 7 bilhões), reflexo de aumentos anuais de 2,2% nas exportações e de 8,8% nas importações (BCB, 2013).

Finalmente, sobre o terceiro tripé que concerne o câmbio flutuante, este flutua apenas em teoria, mas na prática, este movimento não é observado há muitos anos, tendo em vista a frequente intervenção do governo. O mercado de câmbio perdeu muito da sua liquidez, desde a introdução do IOF, pois este imposto dita a tendência do câmbio, dado que em momento de incerteza, os investidores correm para se proteger no mercado futuro e encontram poucos vendedores, por causa do IOF (ESTADÃO, 2013c).

Afirma-se que o governo vem, assim, adotando uma nova política cambial. Dentre seus defensores, argumenta-se a necessidade de haver volatilidade cambial para compensar as variações nos preços de commodities e, assim, evitar pressões inflacionárias, por exemplo. Outro ponto seria a contenção dos excessos do mercado financeiro, pois caso brasileiro, as distorções financeiras vão além do padrão de volatilidade da taxa de câmbio e criam momentos tanto de apreciação cambial como de depreciação (ESTADÃO, 2013d).

Entretanto, independentemente da orientação pró ou contra a intervenção do governo sobre o câmbio, é preciso haver uma orientação clara perante a direção que o governo pretende tomar. Não há conformidade entre as ações da Fazenda e as do Banco Central: ambos agem de maneira contrário, o que é

preocupante para o mercado, pois este não sabe se considera as ações e declarações deste ou daquele, o que gera consideráveis problemas de confiança sobre o mercado (ESTADÃO, 2013c).

Assim, fica a preocupação quanto à situação da economia brasileira. A crise na zona do euro está longe de acabar, atualmente acentuada pela manutenção do alto nível desemprego – 12,1% em abril de 2013 (BBC, 2013a) e da recessão enfrentada pela região, preocupante especialmente pela França ter entrando este ano em recessão (BBC, 2013b). Atualmente, nota-se um enorme período de incerteza nas economias desenvolvidas, com expressivas repercussões que vão muito além da esfera econômica. Apesar de necessária, a elevação dos juros pelo Banco Central aumentou o risco inflacionário, o que, mais do que nunca, faz-se necessário uma contenção na expansão fiscal, mas que ainda não pode ser observada.

CONCLUSÃO

A presença de crises econômicas pode ser observada com elevada frequência ao longo das últimas décadas. O aumento em sua intensidade está relacionado ao alto nível de globalização no qual se encontram os países atualmente. Assim, decisões em âmbito comercial e financeiro de um país geram externalidades em diversos outros países, aumentando-se a facilidade de transmissão de uma crise em um país para outros, tornando-a sistêmica.

Recentemente, observaram-se duas crises sistêmicas: a crise norte-americana do *subprime* e a crise da dívida soberana na zona do euro. A primeira foi desencadeada pelo estouro da bolha em seu mercado imobiliário, frente ao excessivo nível de alavancagem bancária, lastreada em ativos tóxicos cujo nível de risco era consideravelmente elevado. A crise norte-americana espalhou-se pelo mundo devido a enorme participação de capitais estrangeiros em seu sistema financeiro, sendo a quebra do Lehman Brothers o estopim para a disseminação do pânico no mercado. O seu desenvolvimento fez-se por meio de

engenhosos instrumentos financeiros, tão complexos que não permitiam uma leitura clara pelos investidores sobre o seu nível de risco, especialmente em se tratando dos CDOs.

A crise da dívida soberana na zona do euro, por outro lado, teve como estopim a divulgação da maquiagem dos resultados fiscais gregos. Isto gerou sucessivos rebaixamentos na nota de seus títulos de dívida pública e desencadeando semelhante ação frente aos títulos de outros países com situação fiscal parecida, com Portugal e Espanha. Além disso, outros países como a Irlanda e a Islândia, cujas economias foram fragilizadas com a crise norte-americana do *subprime*, sofreram com a redução de liquidez internacional e, portanto, de financiamento, devido ao medo que se instaurou no mercado frente às economias emergentes da região como um todo. Logo, espalhou-se uma crise generalizada de elevado endividamento público.

O Brasil foi um dos países que foi menos afetado por essas crises. Dentre os fatores que permitiram tal resultado, encontra-se um sólido sistema financeiro, bem regulado, cujos empréstimos não se baseavam em ativos de elevado risco, como o *subprime*. Observou-se uma expressiva desvalorização cambial, após a queda do Lehman Brothers e a consequente redução de liquidez internacional, porém essa situação foi contornada face à elevação da taxa de juros.

Todavia, vem sendo discutidos entre os acadêmicos e meios de comunicação atualmente perante a falta de transparência do governo brasileiro devido a maquiagem de alguns de seus resultados econômicos. Concomitantemente, no âmbito do tripé da macroeconomia, preocupa o estado de trajetória bem distante da meta na qual se encontra a inflação; o desvio da política fiscal para promover o crescimento econômico, desviando-se da meta de superávit primário; e as frequentes intervenções do governo sobre o câmbio, em teoria flutuante, que age na direção oposta a do Banco Central e inviabiliza a existência de uma política cambial clara. Entende-se, assim, que estes são pontos importantes no debate a cerca do futuro da economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, P. R. O Brasil e as crises financeiras internacionais. **Cena Internacional**, vol. 3, n. 2, dez. 2001. Disponível em: <<http://www.pralmeida.org/05DocsPRA/812CrisesFinancCenaInt.pdf>> Acesso em: 25 jul. 2013.

ALVES JR., A. J.; FILHO, F. F.; DE PAULA, L. F. R. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana, **Economia Contemporânea**, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.

ANDRADE, J. P.; SILVA, M. L. F. Divergências e convergências sobre as crises cambiais. In: Lima, G. T.; Sicsú, João; de Paula, Luiz F. (Organizadores), **Moderna macroeconomia: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 306-327.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Inflação**. Jun. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2013&acaoAno=ABRIR&mes=06&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 12 jul. 2013.

_____. **7.1.4 Acordo de Basiléia**. n.d. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portallbb/page51,136,3696,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=7724>>. Acesso em: 25 jul. 2013.

BARRO, R. J. Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth.” **Journal of Political Economy**, n. 98, p. 103–125, out. 1990.

BBC. Desemprego na zona do euro sobe e chega a recorde de 12,1%. **BBC News**. 29 jan. 2013a. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/ultimas_noticias/2013/04/130430_desemprego_zona_euro_jp_rn.shtml>. Acesso em: 11 jul. 2013.

_____. Anúncio de recessão aumenta pressão sobre governo na França. **BBC News**. 15 mai. 2013b. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2013/05/130515_anuncio_franca_rec_essao_fn.shtml>. Acesso em 11 jul. 2013.

BERNANKE, B. **The economic outlook**, Before the Joint Economic Committee. U. S. Confress, 2 abr. 2008.

BLUNDELL-WIGNALL, A. Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. **OECD Journal: Financial Market Trends**, 2011[2], jan. 2012.

BUCHANAN, J. M. The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008. **The New Palgrave Dictionary of Economics Online**. Palgrave Macmillan. Disponível em: <http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_P000241> Acesso em: 23 jul. 2013.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise**. A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora da UNESP; UNICAMP/IE, 2002

CARUANA, J.; AVDJIEV, S. Sovereign creditworthiness and financial stability: an international perspective. Banque de France, **Financial Stability Review**, n. 16, abr. 2012.

CARVALHO, F. J. C. (et. al.). **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

_____. A crise financeira mundial e seus reflexos sobre o Brasil. Rio de Janeiro, IE/UFRJ, **Boletim de Conjuntura**, vol. 18, n. 3, outubro 1998.

CASTRO, M. O que aprendemos com a crise? In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação**: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 79-97.

COHEN, B. H.; REMOLONA, E. M. Information flows during the Asian crisis: evidence from closed-end funds. Bank for International Settlements (ed.), **Market liquidity**: proceedings of a workshop held at the BIS, Bank for International Settlements: vol. 2, p. 30-75, 2001.

COMISSÃO EUROPEIA (CE). **EU budget 2011**: Financial Report. Luxemburgo:

Publications Office of the European Union, 2012.

CORRÊA, V. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. Tese (doutorado). Universidade Estadual de Campinas.

DOWBOR, L. A crise financeira sem mistérios: convergência dos dramas econômicos, sociais e ambientais. **Carta Maior**, 11 fev. 2009. Disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaImprimir.cfm?materia_id=15648>. Acesso em: 2 jul. 2013.

DRUDY, P. J.; COLLINS, M. L. Ireland: from boom to austerity. **Cambridge Journal of Regions, Economy and Society**, 4[3], 2011, p. 339-345.

DUARTE, M. M. R.; RIBEIRO, M. S. **Contabilidade criativa**: algumas abordagens. Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, OTOC 93, dez. 2007. Disponível em: <http://www.otoc.pt/downloads/files/1196446510_29a35_contabilidade.pdf>. Acesso em 10 jul. 2013.

ECONOMIST, THE. **Wrong Numbers**, 17 jan. 2013. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/americas/21569706-more-inflation-less-growth-wrong-numbers>>. Acesso: 12 jul. 2013.

_____. **One year on**. 2012. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/europe/21568759-mariano-rajoy-endured-torrid-first-12-months2013-likely-be-grim-too-one-year>>. Acesso em: 23 jun. 2013.

ESTADÃO, O. **Descrédito da política fiscal**. Opinião. 6 jun. 2013a. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,descredito-da-politica-fiscal-,1039341,0.htm>>. Acesso em: 13 jul. 2013.

_____. **A quem se destina essa 'contabilidade criativa'**. Opinião. 11 jul. 2013b. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,a-quem-se-destina-essa-contabilidade-criativa-,1052202,0.htm>>. Acesso em: 13 jul. 2013.

_____. **Analistas criticam 'abandono' do tripé macroeconômico.** 30 abr. 2013c. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,analistas-criticam-abandono-do-tripe-macroeconomico-,1026903,0.htm>>. Acesso em: 25 jul. 2013.

_____. **A nova política cambial brasileira.** 21 jan. 2013d. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,a-nova-politica-cambial-brasileira-,986773,0.htm>>. Acesso em: 27 jul. 2013.

_____. **Dow Jones fecha acima dos 12 mil pontos, novo recorde.** 19 out. 2006. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/arquivo/economia/2006/not20061019p22332.htm>>. Acesso em: 21 jul. 2013.

EURONEWS. **Irlanda revela novas medidas de austeridade.** 2012. Disponível em: <<http://pt.euronews.com/2012/12/05/irlanda-revela-novas-medidas-de-austeridade/>>. Acesso em: 23 dez. 2012.

EUROSTAT. **Real GDP growth rate.** 2012. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>>. Acesso em: 21. dez. 2012.

FIRMO, M. G.; MORANDI, A. Regulação: errada, incompleta ou não aplicada? In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação:** Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 29-45.

FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some linear examples. **Journal of International Economics**, n.17, p. 1-13, Ago. 1984.

FORBES. **Is The Banking Crisis A Crisis For Globalization.** Disponível em: <<http://www.forbes.com/2010/03/03/banking-crisis-globalization-opinions-contributors-peter-mandelson.html>> Acesso em: 15 dez. 2012.

FREITAS, V. R. A. México: da crise da dívida externa ao advento do NAFTA. **Cenário Internacional**, v. 1, p. 114-0, 2008.

_____. **Brasil e México:** suas confluências e divergências nas estratégias de inserção à economia internacional. In: 33 Encontro Anual da ANPOCS, 2009, Caxambu - MG. Anais do 33º Encontro Anual - 2009, 2009.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Italy:** Technical Assistance Report — The Delegation and the Strategic Orientation of Tax Reform. 2012a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12280.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2013.

_____. The Global Village: Connected World Drives Economic Shift. **Finance and development.** 2012b. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2012/NEW083012A.htm>> Acesso em: 10 mai. 2013.

_____. **The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/oil/2000/>> Acesso em: 20 jul. 2000.

GARCIA, M. G. P. **O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008.** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

GONÇALVES, R. **Globalização Econômica e Vulnerabilidade Externa.** Trabalho apresentado no Seminário “Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável”, Colégio do Brasil e Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 17 de abril de 1998.

GUIMARÃES, A. L. S.; LIMA, J. C. C. O. Avaliação do Risco de Crédito no Brasil. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação:** Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 207-222.

HERMANN, J. Da Liberalização a Crise Financeira Norte-Americana: A Morte Anunciada Chega ao Paraíso. In: Associação Keynesiana Brasileira. **Dossiê da Crise.** 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 10 mai 2013.

IPEA. Como anda o investimento público no Brasil? **Comunicados do IPEA**, nº 126, dez. 2011.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. On crises, contagion, and confusion, **Journal of International Economics**, Elsevier, vol. 51(1), p. 145-168, jun. 2000.

KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, 1937. In: SZMRECSÁNYI, T. (org.), **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984.

KINDLEBERGER, C. P. **The World in Depression: 1929-1939**. Berkeley, CA: University of California Press, 1973 (1986).

KIRKEGAARD, J. **The Euro Area Crisis: Origin, Current Status, and European and US Responses**. Congressional Testimony. 27 out. 2011. Disponível em: <<http://www.piie.com/publications/testimony/kirkegaard20111027.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2012.

KOURETAS, V.; VLAMIS, P. The Greek crisis: Causes and implications, **Panoeconomicus**, n. 57, pp. 391-404, 2010.

KRAEMER, M. E. P. Contabilidade criativa: maquiando as demonstrações contábeis. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 28, p. 42-51, mai./jul.2005.

KREGEL, J. **Yes, “It” did happen again: a Minsky crisis happened in Asia**. Levy Economics Institute, Working Paper n. 234, 1998.

KRUGMAN, P. Finally, Spain. **The New York Times**, Nova Iorque, Estados Unidos, 7 mar. 2012. Disponível em: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/07/finally-spain/>>. Acesso em: 21 nov. 2012

_____. **Can Europe Be Saved?** 2011. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?pagewanted=all&_r=2&>

_____. (1998). **What Happened to Asia?** Jan. 1998. Disponível em: <<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>>. Acesso em: 27 jun. 2013.

_____. A Model of Balance of Payments Crisis. **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 11, n. 3, p. 311-325, ago. 1979.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Time to Build and Aggregate Fluctuations. **Econometrica**, v. 50, p. 1345-70, 1982.

LANE, P. The European Sovereign Debt Crisis. **Journal of Economic Perspectives**, 26[3], 2012, p. 49-68.

LANNES JR., O. P. A Globalização Financeira e seus Impactos sobre os Países em Desenvolvimento, **Cadernos ASLEGIS**, v. 1, n° 3, Brasília, set/dez, 1997, p. 10-20.

LOWENKRON, A. As falhas nos modelos de gestão de risco durante a crise. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 125-141.

LOYOLA, G. O futuro da regulação financeira. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 61-78.

MALAN, P. S. Uma visão abrangente sobre a crise e o processo de sua superação. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 49-60.

MATHIAS, J. F. C. M. **Crises financeiras e cambiais: uma análise comparativa das crises asiática, russa e brasileira**. Disponível em: www.moraesjunior.edu.br/.../crises_financeiras_cambiais.doc. Acesso em: 18 jan. 2010.

MENDES, M. **Por que é importante controlar o gasto público?** 28 jun. 2011. Disponível em: < <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/06/28/por-que-e-importante-controlar-o-gasto-publico/>>. Acesso em: 10 jul. 2013.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no Pânico de 2008. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil**

enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 189-206.

MILES, W. Financial Deregulation and Volatility in Emerging Equity Markets. **Journal of Economic Development**, v. 27, dez 2002, p. 113-126.

MINSKY, H. A The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy. In: KINDLEBERGER, C.; LAFFARGUE, J. (eds.). **Financial crises: Theory and Policy**. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press, 1982.

_____. Theory of Systemic Fragility, in Altman e Sametz (eds.), **Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment**. New York, NY: John Wiley and Sons, p. 138-152, 1977.

MIRANDA, J. C. A Dinâmica Financeira da Crise Asiática. **Revista Política Externa**, v. 6, n.º 4, mar. 1998.

MUNDELL, R. A Theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, vol. LI, pp. 657-665, set. 1961.

MUNIZ, A. L. P. Notas sobre a evolução das inovações financeiras e sua relação com a instabilidade do sistema econômico. **Revista CEPPG (Catalão)**, n. 23, pp. 104-118, 2010.

NASER, K. **Creative Financial Accounting: its nature and use**. London: Prentice-Hall, 1993.

NÓBREGA, M. Origens da Crise. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 3-18.

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico. In: Velloso, J. P. R. **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. Rio de Janeiro, José Olímpio, 1999.

PLOSSER, C. I. Understanding real business cycles. **Journal of Economic**

Perspectives, v. 3, p. 51-77, 1989.

PORTUGAL, M. A crise financeira internacional, as reformas necessárias e o papel do Fundo Monetário Internacional (FMI). **Revista de Economia & Relações Internacionais**, 10[20], jan. 2012, p. 109-123.

PRESCOTT, E. C. Theory Ahead of Business Cycle Measurement. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, v. 10, p. 9-21, 1986.

RIBEIRO, F. FMI aconselha Irlanda a abrandar austeridade em nome do crescimento. **Público**, 18 dez. 2012. Disponível em: <<http://publico.pt/economia/noticia/fmi-aconselha-irlanda-a-abrandar-austeridade-em-nome-do-crescimento-1577875>>. Acesso em: 23 dez. 2012.

RODRIGUES, R. V.; TEIXEIRA, E. C. Gasto público e crescimento econômico no Brasil: uma análise comparativa dos gastos das esferas de governo. **Revista Brasileira de Economia**, vol.64, n.4, pp. 423-438, 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402010000400005>. Acesso em 30 jun. 2013.

SANTOS, J. E. **Dicionário de Derivativos**. Editora Atlas, 1998.

SAPIR, A. Europe after the crisis: less or more role for nation states in money and finance? **Oxford Review of Economic Policy**, 27[4], 2011, p. 608-619.

SCHUMPETER, J. A. **History of Economic Analysis**. London: George Allen & Unwin, 1954.

STIGLITZ, J. E. Symposium on Bubbles. **The Journal of Economic Perspectives**, vol. 4, n. 2, 1990, p. 13-18.

TAYLOR, J. Risco Sistêmico e o Papel do Governo. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p.19-27.

TOLEDO, M. G. C. Avaliação da Crise: o Sistema está Sólido. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 223-237.

UNCTAD. **Trade and Development Report**. Geneva, United Nations Publication, 1999.

UNIÃO EUROPEIA (UE). **Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union**. Bruxelas, Bélgica, 12 fev. 2012.

_____. Versão consolidada do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. **Jornal Oficial da União Europeia**, 30 mar. 2010, C 83/47.

_____. **Tratado de Lisboa que altera o Tratado da União Europeia e o Tratado que institui a Comunidade Europeia**. Lisboa, Portugal, 13 dez. 2007.

VALOR ECONÔMICO. **Brasil deve demorar para incorporar superávit estrutural, dizem analistas**, 1 jul. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3180090/brasil-deve-demorar-para-incorporar-superavit-estrutural-dizem-analistas#ixzz2Z7WrPJiu>>. Acesso: 12 jul. 2013.

VARIAN, H. R. **Microeconomia: Princípios básicos**. Uma Abordagem Moderna. 7a. ed. [S.l.]: Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

VELLOSO, R. Balanço da situação das contas públicas. In: Velloso, J. P. R. **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. Rio de Janeiro, José Olímpio, 1999.

VUKOVIC, V. **Eurozone sovereign debt crisis**. 2012. Disponível em: <<http://im-an-economist.blogspot.com.br/p/eurozone-sovereign-debt-crisis.html>>